

# 机械设备行业深度报告

## 出口链深度报告：出口链机械有望迎来双击，三大逻辑看好结构性机会

增持（维持）

2023年07月30日

证券分析师 周尔双

执业证书：S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 罗悦

执业证书：S0600522090004

luoyue@dwzq.com.cn

研究助理 韦译捷

执业证书：S0600122080061

weiyj@dwzq.com.cn

关键词：#出口导向

投资要点

### ■ 出口链机械有望迎来双击，三大逻辑看好结构性机会

2023年上半年，出口型机械企业业绩表现亮眼，多家出口型企业发布上半年业绩预增公告，利润增幅较大。展望下半年，我们看好出口链机械结构性机会：①分产品看，制造业出口存在结构性机会。2023年上半年我国出口同比下降3.2%，但制造业全球竞争力凸显，汽车、锂电池及太阳能电池出口同比增长显著。②分地区看，“一带一路”份额持续提升，欧美衰退担忧减弱。2023年1-6月我国对东盟/俄罗斯的出口额为2631/523亿美元，累计同比增速分别为1.5%/78.1%，同期对美国及欧洲出口累计同比增速为-17.9%/0.9%，“一带一路”正成为支撑我国出口重要力量，同时在欧美经济衰退担忧减弱背景下，出口链需求有望持续。③汇率及海运费变动，出口型企业受益。2023年6月，CCFI（中国出口集装箱运价综合指数）月度均值同比下滑72%，此外在汇率、原材料价格变动下，出口型企业成本优势凸显，利润率中枢有望回升。

### ■ 消费类机械：北美地产回暖，消费类机械出口有望持续受益

消费类机械下游参与度高，与房地产市场相关性强。全美住宅建筑商协会（NAHB）/富国银行住房市场指数自2023年1月以来连续6个月回升，成屋销售折年数2023年1月触底后开始反弹，成屋库存整体处于低位，房地产景气度阶段性回暖趋势明显。此外，从美国制造业库存数据来看，美国去库周期已持续一年以上，制造业库存增速已至历史低位，有望迎来补库阶段，补库外溢的进口需求将带动我国出口受益。我们判断消费类机械有望受益于美国补库+地产底部反弹，受益标的优先选择海外收入占比高且海外渠道布局完善的出口企业。推荐餐饮设备龙头银都股份，建议关注手工工具出口龙头巨星科技、专业舞台灯光设备供应商浩洋股份、两轮+四轮车双轮驱动春风动力、场地电动车龙头绿通科技。

### ■ 非消费类机械：出口表现亮眼，进入全球化阶段

我们将非消费类机械分为三类：①工程机械：“一带一路”核心受益板块，跟随央企项目出海+海外份额提升。2022年三一重工/徐工机械/中联重科/恒立液压海外收入占比达47%/30%/24%/22%，2023年海外市场占比仍在提升，其中“一带一路”地区占出口收入70%以上。出口高增+国内边际复苏，推荐徐工机械、三一重工、中联重科、恒立液压。②叉车行业：电动化赋能全球化弯道超车，叉车龙头走向全球，国产品牌具备性价比、交期、锂电产业链领先三大优势，有望迎“电动化+全球化”转型大势，带动行业均价及利润率中枢上移，推荐民营叉车龙头杭叉集团，建议关注国有叉车龙头安徽合力、仓储叉车龙头诺力股份。③高机行业：出口高景气，国内市场渗透率较低，未来有较大增长空间，推荐产品结构优化、业绩高增的高机龙头浙江鼎力。

■ 风险提示：国际贸易风险，海外需求不及预期风险，原材料价格波动风险。

### 行业走势



### 相关研究

《稳增长预期&内外需改善背景下，建议关注通用自动化板块性机会》

2023-07-26

《推荐需求边际向好的出口型机械；关注光伏设备新技术进展》

2023-07-23

## 内容目录

<b>1. 出口链机械有望迎来双击，三大逻辑看好结构性机会</b>	<b>6</b>
1.1. 出口链机械业绩表现亮眼，有望迎来盈利估值双击	6
1.2. 三大逻辑看好出口链机械结构性机会	7
1.2.1. 分产品看，制造业出口存在结构性机会	7
1.2.2. 分地区看，“一带一路”份额持续提升，欧美衰退担忧减弱	8
1.2.3. 汇率及海运费变动，出口型企业率先受益	12
<b>2. 消费类机械：受益北美地产回暖，出口有望持续受益</b>	<b>13</b>
2.1. 受益北美地产回暖，消费类出口景气有望持续	13
2.2. 消费类机械受益标的	14
2.2.1. 巨星科技：手工具出口龙头，业绩复苏超预期	15
2.2.2. 浩洋股份：专业舞台灯光设备供应商，受益于全球演艺行业复苏	16
2.2.3. 银都股份：海外渠道趋于完善，新品布局打开成长空间	18
2.2.4. 春风动力：深耕摩托车及全地形车，国内出口并重	21
2.2.5. 绿通科技：专注场地电动车，占据较高出口市场份额	23
<b>3. 非消费类机械：进入全球化阶段，出口表现亮眼</b>	<b>25</b>
3.1. 工程机械：“一带一路”催化不断，关注工程机械行业机会	25
3.2. 工程机械受益标的	27
3.2.1. 徐工机械：“一带一路+中特估”催化下的低估值国企	27
3.2.2. 三一重工：中国最具全球竞争力的制造龙头之一	29
3.2.3. 中联重科：出口高速增长的行业黑马	31
3.2.4. 恒立液压：受益主机厂出海及国产替代的核心零部件环节	32
3.3. 叉车行业：“电动化+国际化”成为新增长点，叉车产业迎转型大势	34
3.4. 叉车受益标的	36
3.4.1. 杭叉集团：民营叉车龙头，受益下游景气复苏+行业锂电化	36
3.4.2. 安徽合力：国有叉车龙头，关注国企改革下盈利提升+估值修复	38
3.4.3. 诺力股份：仓储叉车龙头，智慧物流在手订单饱满，大车战略打开成长空间	40
3.5. 浙江鼎力：国内高空作业平台龙头，受益海外市场拓展	41
<b>4. 风险提示</b>	<b>43</b>

## 图表目录

图 1:	2023 年一季度 16 家出口型机械企业营收同比增长 4%	6
图 2:	2023 年一季度 16 家出口型机械企业归母净利润同比增长 12%	6
图 3:	2018-2022 年 16 家出口型机械企业海外营业占比大幅提升	6
图 4:	2022 年机械主要公司海外业务利润率更高	6
图 5:	2023 年 6 月我国出口额 2853 亿美元, 环比持平	7
图 6:	2023 年 6 月我国出口总额同比下滑 12.4%	7
图 7:	2023 年上半年我国累计出口 1.7 万亿美元	8
图 8:	2023 年上半年我国出口额累计同比下滑 3.2%	8
图 9:	汽车对出口拉动作用显著, 叉车、挖掘机、手工具等细分行业表现亮眼	8
图 10:	分国别及地区各月出口额同比增速	9
图 11:	东盟及俄罗斯对出口的拉动作用显著	9
图 12:	中国在一带一路国家出口份额持续提升	9
图 13:	中国对主要国家和地区的出口表现	9
图 14:	中国在美国及日本进口中份额下降幅度较大	10
图 15:	中国在欧盟及韩国进口中份额降幅相对平缓	10
图 16:	美国制造业占比已回升至疫情前水平	10
图 17:	各类产品出货量增速 (2019 年为基期)	10
图 18:	2020Q1 开始卡特彼勒营收触底回升	11
图 19:	2020Q1 开始特雷克斯营收触底回升	11
图 20:	美国库存周期可能进入补库阶段	11
图 21:	美国通胀大幅降温, 消费信心回升	11
图 22:	我国出口与美国 GDP 相关性较强, 有望受益于下半年美国经济复苏	12
图 23:	2023 年上半年海运费持续回落	12
图 24:	2023 年以来人民币持续贬值	13
图 25:	2023 年以来钢材价格延续下行趋势	13
图 26:	美国 SWK 总营收与美国住房市场指数相关性强	13
图 27:	全美住宅建筑商协会(NAHB)/富国银行住房市场指数正在回升	14
图 28:	美国成屋销量及库存显示房地产市场景气度回升	14
图 29:	美国本轮库存周期接近补库阶段	14
图 30:	2017-2022 年巨星科技收入 CAGR 19.7%	15
图 31:	2017-2022 年巨星科技归母净利润 CAGR 17.1%	15
图 32:	巨星科技手工具业务收入占比 80%以上	15
图 33:	巨星科技出口业务收入占比 90%以上	15
图 34:	2022 年巨星科技总营收 126 亿元, 高于同类公司 (亿元)	16
图 35:	2022 年巨星科技毛利率 26.5%, 高于同类公司	16
图 36:	2023Q1 公司实现营收 3.3 亿元, 同比增长 42.5%	17
图 37:	2023Q1 公司实现归母净利润 1.0 亿元, 同比增长 62.6%	17
图 38:	2022 年浩洋股份舞台灯光设备收入占比 92%	17
图 39:	2022 年浩洋股份出口收入占比 94%	17
图 40:	2023Q1 浩洋股份合同负债 1440 万, 同比+28.1%	18
图 41:	疫情后浩洋股份舞台娱乐灯光设备产销量全面回升	18
图 42:	2017 年全球前十大舞台灯具公司市场份额 27.9%	18

图 43:	收购法国雅顿后, 公司舞台灯光设备均价逐年提升.....	18
图 44:	2022 年银都股份收入 26.6 亿元, 同比+ 8.3%.....	19
图 45:	2022 年银都股份归母净利润 4.5 亿元, 同比+ 9.0%.....	19
图 46:	银都股份核心产品为商用餐饮制冷设备.....	19
图 47:	2018-2022 年银都股份出口收入占比持续增加.....	19
图 48:	银都股份推出万能蒸烤机和智能薯条机器人新产品.....	21
图 49:	2023Q1 春风动力营业收入 28.8 亿元, 同比+ 27.3%.....	22
图 50:	2023Q1 年春风动力归母净利润 2.1 亿元, 同比+ 99.6%.....	22
图 51:	2022 年两轮车与四轮车收入占比 65%/32%.....	22
图 52:	近 5 年出口收入占比维持在 60%以上.....	22
图 53:	2014-2022 年公司摩托车营收 CAGR 达 70%.....	23
图 54:	公司全地形车出口额占国内同类产品出口额 70%左右.....	23
图 55:	2022 年绿通科技营业收入 14.7 亿元, 同比+44.7%.....	23
图 56:	2022 年绿通科技归母净利润 3.1 亿元, 同比+145%.....	23
图 57:	高尔夫球车为绿通科技的第一大产品.....	24
图 58:	2022 绿通科技海外收入占总收入 92%.....	24
图 59:	绿通科技主要产品系列及简介.....	24
图 60:	2018-2022 年工程机械出口增速高于中字头客户.....	26
图 61:	2020-2022 年工程机械相关公司出口收入占比.....	27
图 62:	2023 年工程机械“一带一路”地区占出口收入 70%以上.....	27
图 63:	2020-2022 年工程机械相关公司海外业务增速.....	27
图 64:	2022 年工程机械相关公司国内外毛利率.....	27
图 65:	2020 年 9 月徐工机械混改方案.....	28
图 66:	近年来徐工营收增速优于行业.....	28
图 67:	2023 年 Q1 徐工净利率和毛利率都超过行业.....	28
图 68:	2022 年徐工实现海外营收 278 亿元, 同比增长 51%.....	29
图 69:	徐工海外收入分区域占比.....	29
图 70:	2022 年三一重工海外收入 366 亿元, 同比增长 47%, 营收占比提高 23pct 至 47%.....	29
图 71:	2022 年三一重工亚澳、南美、非洲等“一带一路”地区同比增长约 40%.....	29
图 72:	2022 年三一重工挖机营收 358 亿元, 收入占比提升 5pct 达 44%.....	30
图 73:	2022 年三一重工挖机出口收入 181 亿元, 同比增长 69%, 海外收入占比达 51%.....	30
图 74:	2022 年三一重工海外毛利率 26.36%, 高出国内 4.44pct.....	30
图 75:	2022 年三一重工/徐工机械/中联重科海外销售额仅占 7%/6%/2%.....	31
图 76:	2022 年三一重工/徐工机械挖掘机海外销售额仅占 8%/2%.....	31
图 77:	中联重科出口分产品收入同比增长情况.....	31
图 78:	中联重科“一带一路”出口收入占比达 90%.....	31
图 79:	2022 年以来中联重科海外收入高速增长.....	32
图 80:	中联重科海外收入占比提升至 30%以上.....	32
图 81:	恒立液压所处产业链.....	32
图 82:	2022 年恒立液压前五大客户占比 50%.....	33
图 83:	近年来恒立液压挖掘机油缸市场份额逐步提升.....	34
图 84:	2016-2022 年国产叉车出口销量 CAGR 达 23%.....	35
图 85:	2022 年国产叉车海外销量份额提升至 19%.....	35
图 86:	杭叉集团、安徽合力海外收入占比提升至 30%以上.....	35

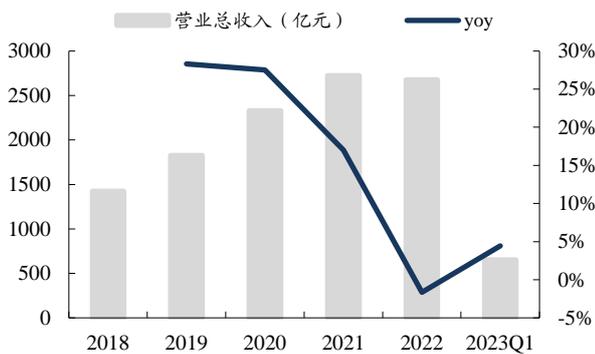
图 87:	杭叉集团、安徽合力海外营收逐年增长, 2017-2022 年复合增速分别为 32%/29% .....	35
图 88:	2022 年安徽合力外销毛利率高于内销毛利率 4pct.....	36
图 89:	2022 年杭叉集团外销毛利率高于内销毛利率 13pct.....	36
图 90:	杭叉集团实控人仇建平持股 31% (截至 2023/3/31) .....	36
图 91:	2018-2022 年杭叉集团销量复合增速达 16%.....	37
图 92:	2017-2022 年杭叉集团营收复合增速 16%.....	37
图 93:	2017-2022 年杭叉集团归母净利润复合增速 16%.....	37
图 94:	2020 年出口增速迎来拐点, 2021 年同比增速 70%.....	38
图 95:	2017-2022 年公司海外盈利能力更高 .....	38
图 96:	公司实控人为安徽国资委, 持股比例 35% (截至 2023/3/31) .....	38
图 97:	2018-2022 年安徽合力国内销量份额从 22%提升至 25%.....	39
图 98:	2017-2022 年安徽合力营收复合增速 13%.....	39
图 99:	2017-2022 年安徽合力归母净利润复合增速 17%.....	39
图 100:	2022 年安徽合力出口收入同比增长 57% .....	40
图 101:	2017-2022 年安徽合力盈利能力稳中有升 .....	40
图 102:	2017-2022 年诺力股份营收复合增速达 26%.....	40
图 103:	2017-2022 年诺力股份归母净利润复合增速达 20%.....	40
图 104:	诺力股份主营业务示意图.....	41
图 105:	2017-2022 年诺力股份仓储物流车辆、智能物流系统收入 CAGR 为 15%/48% .....	41
图 106:	2020 年开始智能物流系统集成业务占据公司收入半壁江山.....	41
图 107:	2017-2022 年国内/海外收入 CAGR 为 32%/19% .....	41
图 108:	2013-2022 年浙江鼎力营收 CAGR 36%.....	42
图 109:	2013-2022 年浙江鼎力归母净利润 CAGR 35%.....	42
图 110:	2013-2022 年主营业务产品收入和占比 .....	42
图 111:	2013-2022 年浙江鼎力海内外收入占比 .....	42
图 112:	浙江鼎力全球布局.....	43
图 113:	2013-2022 年浙江鼎力分产品毛利率 .....	43
表 1:	2023 年中报出口型机械公司业绩预增公告.....	7
表 2:	公司前五大客户收入占比较高.....	16
表 3:	银都股份积极布局子公司和生产基地, 拓展海外市场.....	20
表 4:	2023 年“一带一路”中字头客户代表性项目 .....	25
表 5:	恒立液压主要客户情况.....	33

## 1. 出口链机械有望迎来双击，三大逻辑看好结构性机会

### 1.1. 出口链机械业绩表现亮眼，有望迎来盈利估值双击

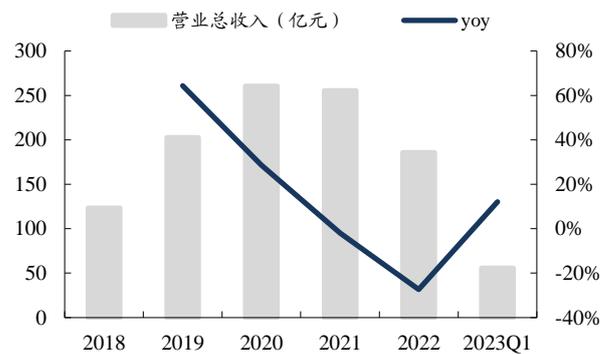
回顾 2023 年上半年，出口型机械企业业绩表现亮眼。我们对 16 家出口型机械公司进行营收和归母净利润加总分析，分别为绿田机械、春风动力、八方股份、宏华数科、巨星科技、银都股份、浩洋股份、三一重工、徐工机械、泉峰汽车、格力博、浙江鼎力、杭叉集团、安徽合力、杭可科技、先导智能。2022 年 16 家出口型企业海外业务平均占比 41%，同比提升 14pct。2023 年一季度 16 家出口型企业共实现营收/归母净利润 650/55 亿元，同比增长 4%/12%。截至 2023 年 7 月 21 日，以上 16 家出口型企业中共有 5 家发布上半年业绩预增公告，归母净利润增幅在 30%-93% 不等，业绩预增原因主要包括加速海外渠道拓展，优化产品结构，原材料、海运费、汇率等因素利好出口。

图1：2023 年一季度 16 家出口型机械企业营收同比增长 4%



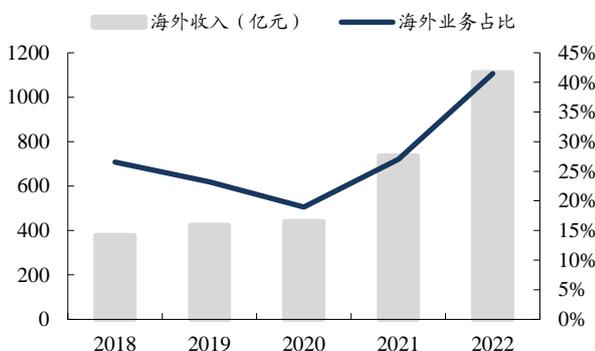
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：2023 年一季度 16 家出口型机械企业归母净利润同比增长 12%



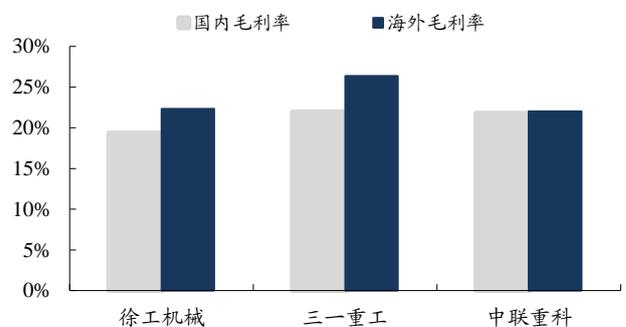
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3：2018-2022 年 16 家出口型机械企业海外营业占比大幅提升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：2022 年机械主要公司海外业务利润率更高



数据来源：Wind，东吴证券研究所

表1: 2023年中报出口型机械公司业绩预增公告

公司名称	预计 2023H1 归母净利润 (亿元)	YOY	业绩预增原因
浙江鼎力	8.0-9.2	40%-60%	加速海外渠道拓展, 原材料、海运费、汇率等因素利好出口
巨星科技	8.3-9.6	30%-50%	原材料、海运费、汇率等因素利好出口, 盈利能力大幅回升
杭叉集团	7.3-8.2	60%-80%	优化业务及产品结构, 积极开展国内、国际市场营销, 原材料价格、汇率等因素利好出口
安徽合力	6.0-6.9	40%-60%	积极开拓国内、国际市场, 公司锂电新能源叉车及国际化业务产销规模实现快速增长, 推动公司经营业绩同比提升
春风动力	5.1-5.9	67%-93%	稳健推进全球化布局, 积极拓展新市场, 扩大产品市场份额, 海运费、汇率等因素利好出口

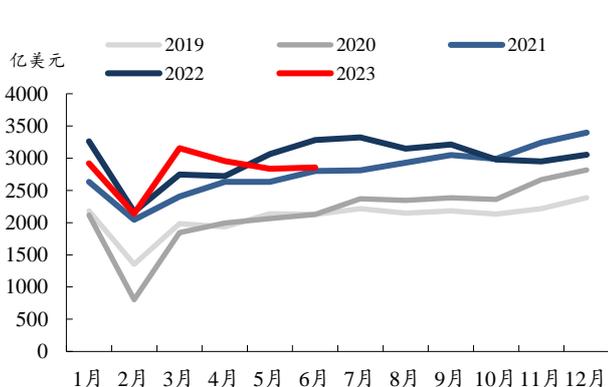
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 1.2. 三大逻辑看好出口链机械结构性机会

### 1.2.1. 分产品看, 制造业出口存在结构性机会

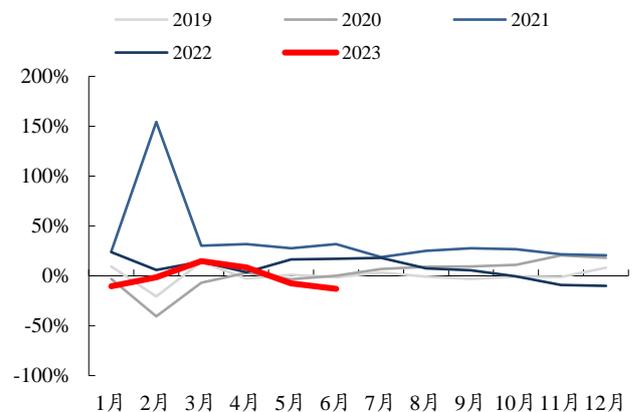
2023年上半年我国出口同比下降3.2%, 但制造业出口存在结构性机会。7月13日海关总署发布数据显示, 6月我国出口2853亿美元, 同比下滑12.4%, 低于预期-10.2%和前值-7.5%。6月出口进一步下探一方面是高基数影响, 另一方面则是海外经济持续下行。1-6月我国累计出口1.7万亿美元, 同比下滑3.2%。

图5: 2023年6月我国出口额2853亿美元, 环比持平



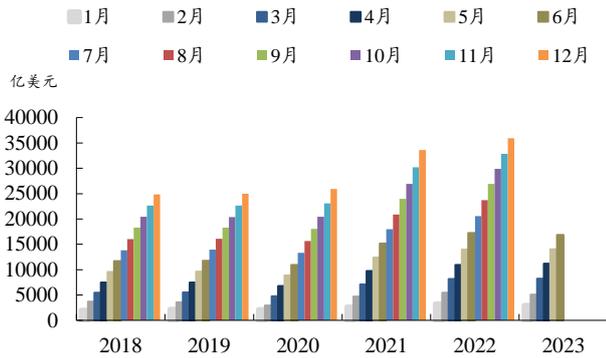
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2023年6月我国出口总额同比下滑12.4%



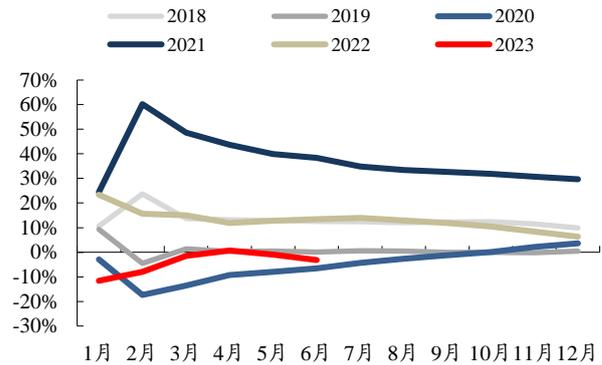
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7：2023年上半年我国累计出口 1.7 万亿美元



数据来源：Wind，东吴证券研究所

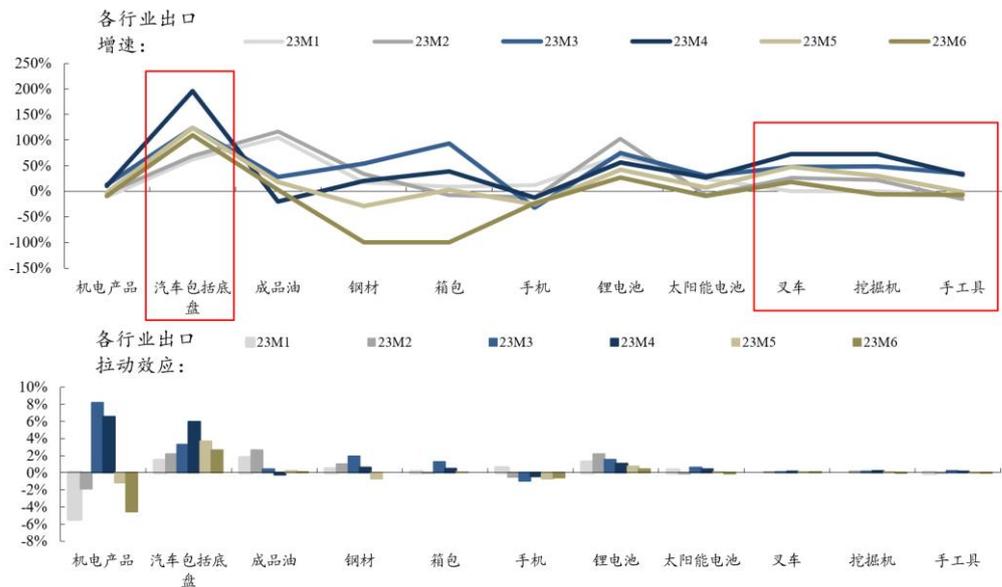
图8：2023年上半年我国出口额累计同比下滑 3.2%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

制造业出口表现亮眼，汽车、锂电池及太阳能电池出口同比增长显著。上半年在产品出口普遍低迷的情况下，汽车出口持续维持高增速，对出口的拉动效应始终为正，为我国出口增长主要引擎。此外，太阳能电池及锂电池等新兴产业出口表现同样亮眼，对出口增长拉动力持续提升。叉车、挖掘机、手工具等细分行业虽在出口总额中占比较低，但对整体出口的拉动作用较弱，但出口在全行业细分赛道中增长强劲，值得重点关注。

图9：汽车对出口拉动作用显著，叉车、挖掘机、手工具等细分行业表现亮眼

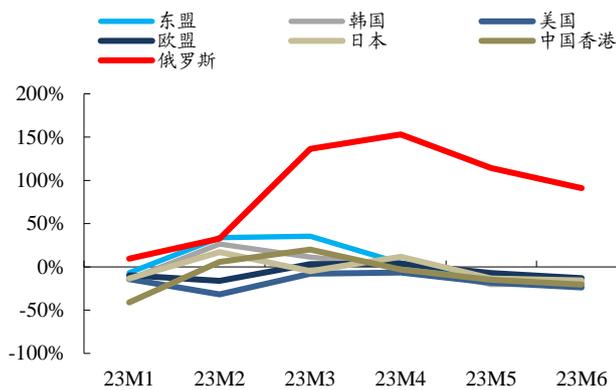


数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2.2. 分地区看，“一带一路”份额持续提升，欧美衰退担忧减弱

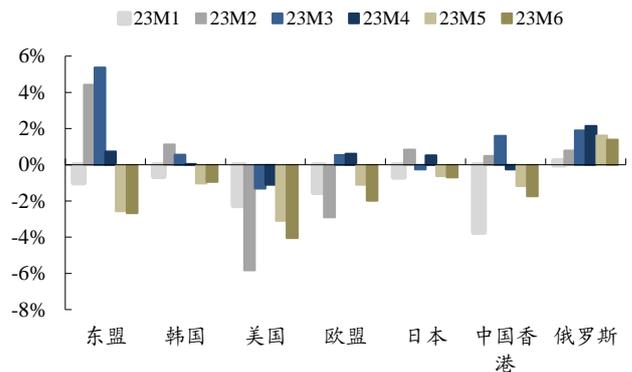
分地区看，东南亚及俄罗斯表现突出，对出口拉动作用显著。分国别和地区来看，1-6月东盟及俄罗斯对出口的拉动作用基本为正，6月东盟、韩国、美国、欧盟、日本、中国香港、俄罗斯对出口增速的拉动效应分别为-2.7%、-0.9%、-4.0%、-2.0%、-0.7%、-1.7%、1.4%，欧洲、美国、日本等发达国家则对我国出口形成拖累。

图10: 分国别及地区各月出口额同比增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

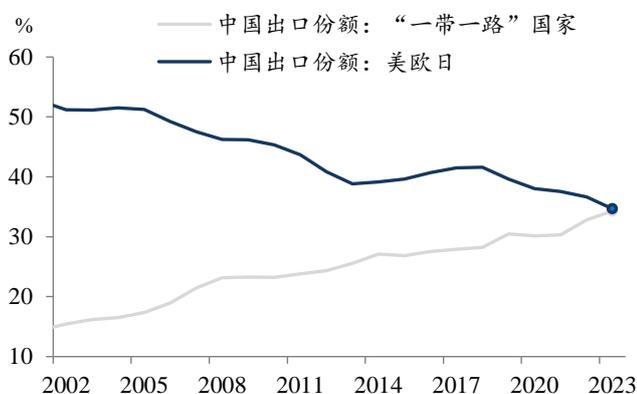
图11: 东盟及俄罗斯对出口的拉动作用显著



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

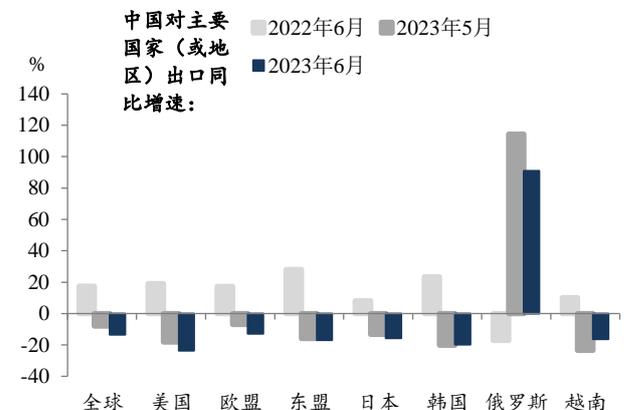
一带一路成为支撑我国出口的重要力量。2022年以来出口数据中“俄+东盟升，欧美降”的趋势加速，“一带一路”国家逐渐替代美欧等发达经济体成为我国出口核心拉动，2012-2021年间，“一带一路”地区对中国各类产品的进口份额呈现出不同程度的上升，而对欧美日韩进口占比则持续下滑，这在欧美经济放缓、地缘形势紧张的当下表现更为突出。2023年1-6月我国对东盟/俄罗斯的出口额为2631/523亿美元，累计同比增速分别为1.5%/78.1%，同期对美国及欧洲出口累计同比增速为-17.9%/0.9%。

图12: 中国在一带一路国家出口份额持续提升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 中国对主要国家和地区的出口表现



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

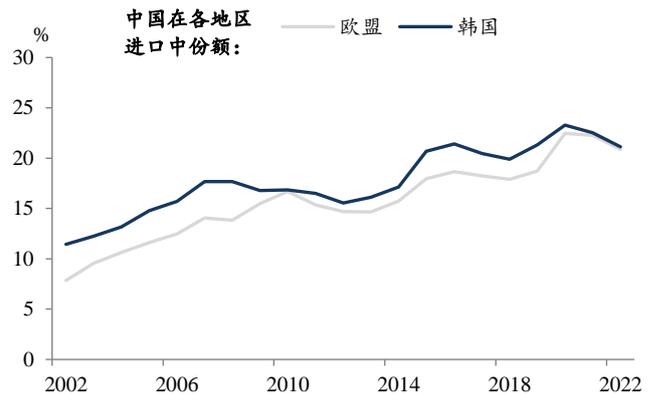
**地缘政治缓和预期强化，欧美出口需求有望边际好转。**相较于欧盟和韩国，疫情后中国在美国及日本进口份额降幅较大，一方面是由于疫情恢复后各国生产恢复的自然下降，另一方面则反映出背后地缘政治和“去风险”进程的推动。随着布林肯访华之后，中美关系有望趋于缓和，出口链需求有望边际好转。

图14: 中国在美国及日本进口中份额下降幅度较大



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图15: 中国在欧盟及韩国进口中份额降幅相对平缓



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

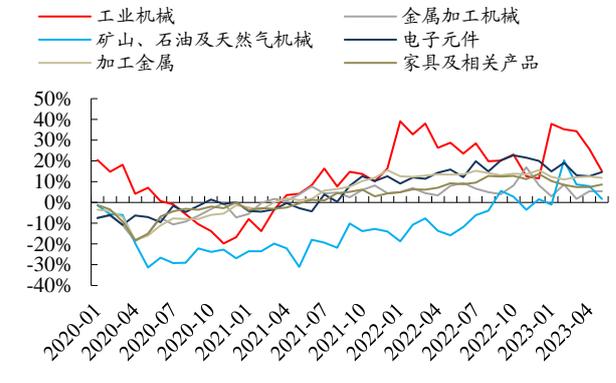
**美国制造业回流显示经济韧性，工程机械、矿山设备表现突出。**从制造业生产来看，2023 年以来美国制造业增加值占比和出货量已有显著恢复，一方面是由于供应链逐步恢复，另一方面则是制造业回流所带来的拉动效应。分产品来看，工业机械与矿山设备表现尤为突出，从美国制造业代表企业卡特彼勒及特雷克斯分季度营收可以看出，美国制造业回流和需求韧性仍存。

图16: 美国制造业占比已回升至疫情前水平



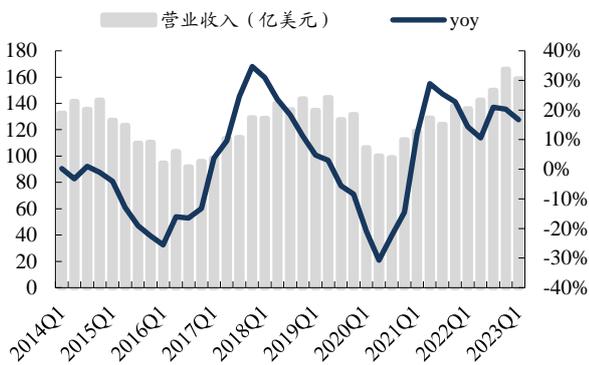
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图17: 各类产品出货量增速 (2019 年为基期)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图18: 2020Q1 开始卡特彼勒营收触底回升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

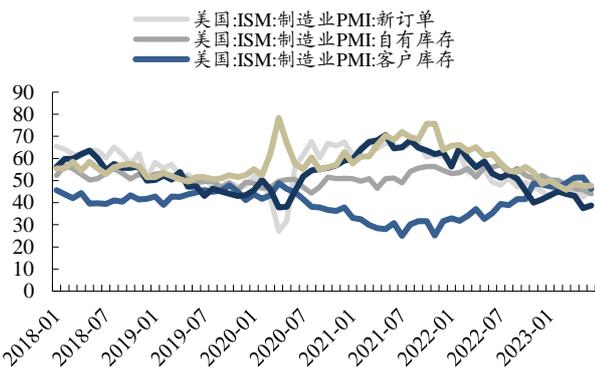
图19: 2020Q1 开始特雷克斯营收触底回升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

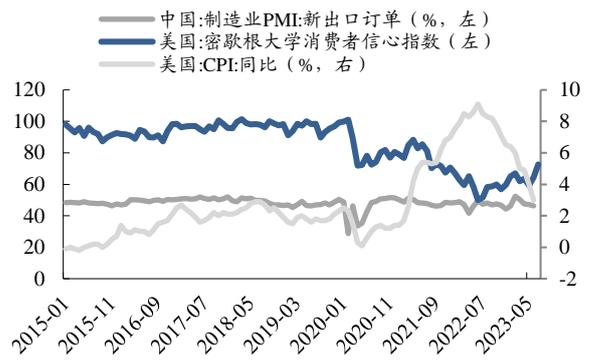
**美国经济复苏预期强化，消费者信心回升。**从美国制造业 PMI 来看，本轮库存周期开始于 2020 年 4 月，目前已进入去库尾声，下半年可能进入补库阶段。此外，6 月美国通胀大幅降温，CPI 同比录得 3%，创 2021 年 3 月以来新低，加息周期有望进入尾声，经济活动强于预期。6 月美国零售额环比增长 0.2%，7 月密歇根大学消费者信心指数初值 72.6，预期 65.5，6 月前值 64.4，月度涨幅为 2006 年以来最大，消费者信心回升。我国出口与美国 GDP 相关性较强，有望受益于下半年海外经济复苏。

图20: 美国库存周期可能进入补库阶段



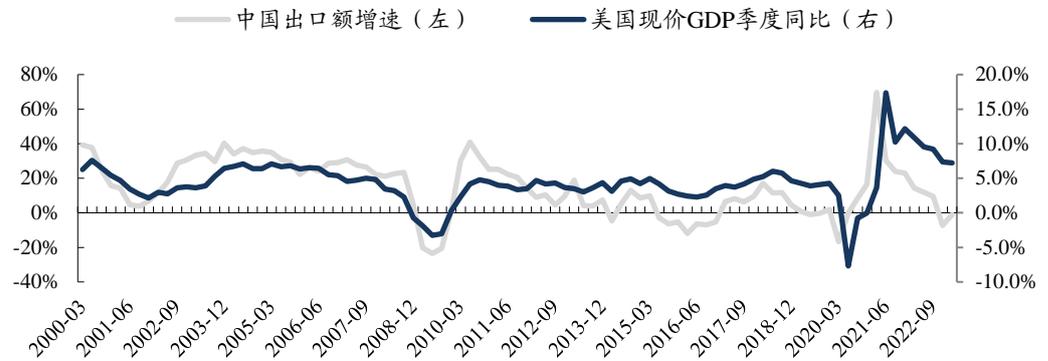
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图21: 美国通胀大幅降温，消费信心回升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图22: 我国出口与美国 GDP 相关性较强, 有望受益于下半年美国经济复苏

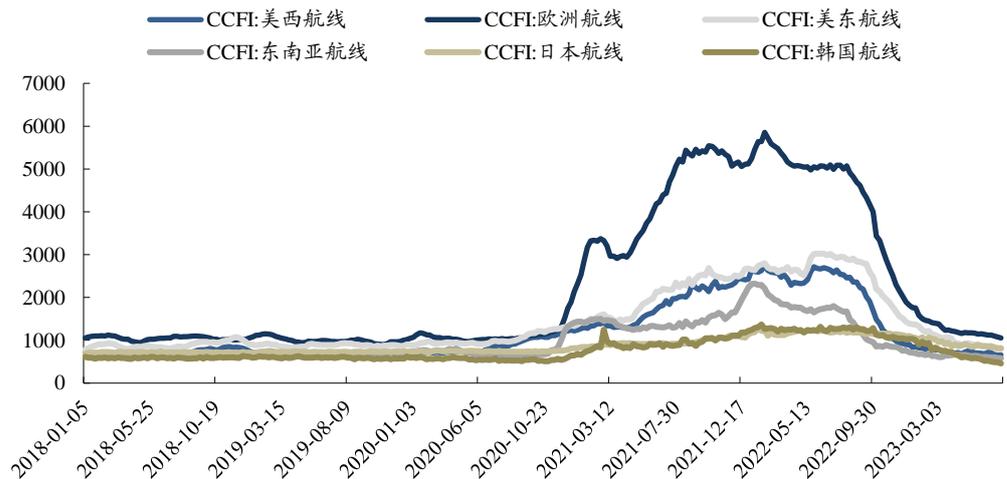


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 1.2.3. 汇率及海运费变动, 出口型企业率先受益

海运费持续回落, 出口型企业成本端改善明显。2023年6月, CCFI(中国出口集装箱货运综合指数)月度均值同比下滑72%, 具体航线来看, 美东航线同比-72%、欧洲航线同比-78%、东南亚航线同比-65%、南美航线-64%、澳新航线同比-79%, 出口型企业成本压力得到缓解。

图23: 2023年上半年海运费持续回落

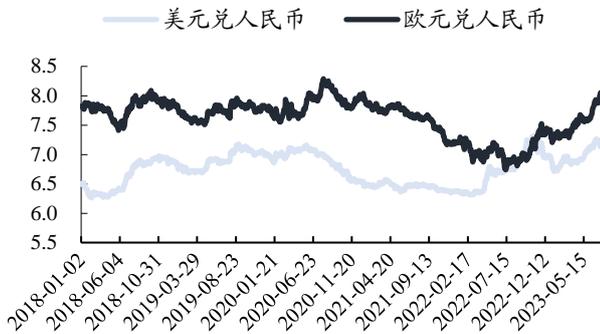


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

汇率、原材料变动, 出口型企业成本优势凸显。7月20日美元兑人民币汇率7.18,

较去年同期贬值 6.3%。此外，上半年钢材价格持续下行。在成本下降和人民币贬值的双重利好下，出口型企业成本端将大幅改善，出口型企业利润率有望提升。

图24: 2023 年以来人民币持续贬值



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图25: 2023 年以来钢材价格延续下行趋势



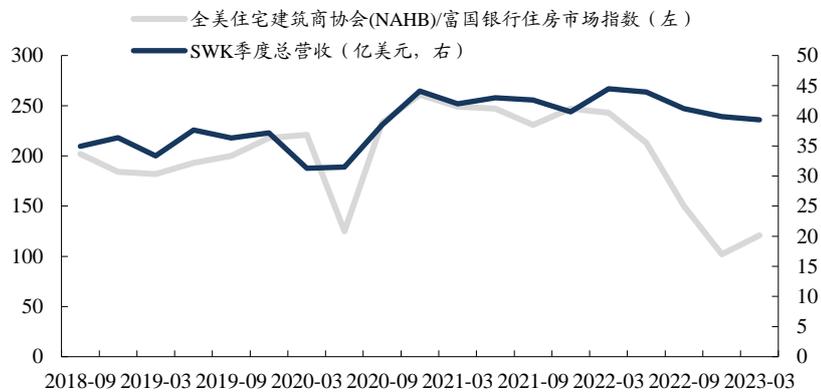
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 2. 消费类机械: 受益北美地产回暖, 出口有望持续受益

### 2.1. 受益北美地产回暖, 消费类出口景气有望持续

消费类机械下游参与度高, 有望受益于北美地产回暖。消费类机械指直接或间接参与下游消费过程的机械设备, 如家居设备、娱乐设备、休闲车辆、手工器具、饮料设备、食品设备等。消费类机械在下游消费过程中参与度高, 与下游消费市场相关性强。而房地产作为经济发展的重要引擎, 除了对地产相关消费有直接影响, 与其他类型消费市场也保持着相同增长态势, 影响进而辐射到消费类机械市场。以美国史丹利百得 SWK 为例, 作为全球最大的工具机械的制造商之一, 过去 5 年中, 其营业收入与美国住房市场指数保持相同的涨跌趋势, 两者表现出强相关性。

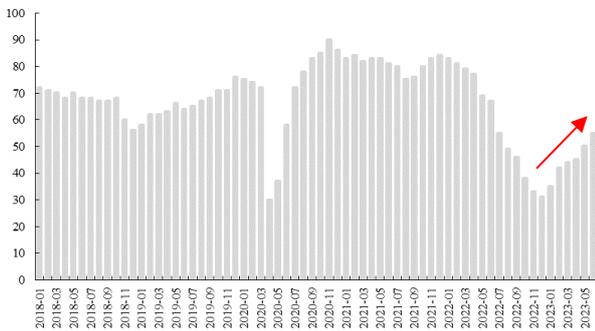
图26: 美国 SWK 总营收与美国住房市场指数相关性



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

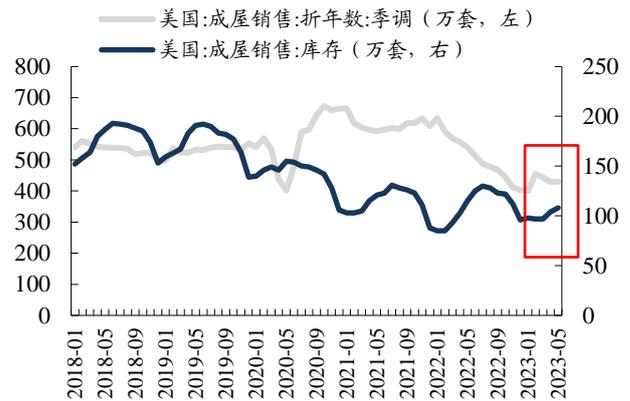
美国成屋销量及库存，显示美国房地产行业景气度有望回升。全美住宅建筑商协会(NAHB)/富国银行住房市场指数2023年1月以来连续6个月上升，建商情绪持续提升。成屋销售折年数2023年1月触底后开始反弹，2023年6月销量达416万套，相较于年初提升16万套。成屋库存自年初以来整体处于低位，6月库存108万套，同比下降14%，房地产景气度阶段性回暖趋势明显。

图27: 全美住宅建筑商协会(NAHB)/富国银行住房市场指数正在回升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

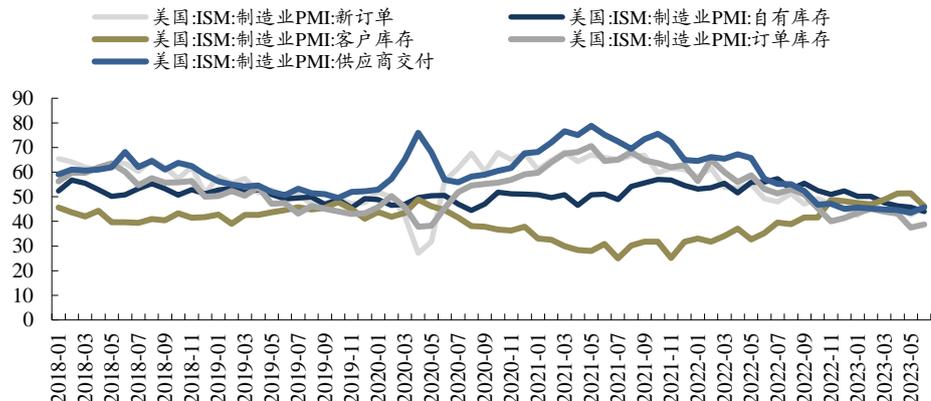
图28: 美国成屋销量及库存显示房地产市场景气度回升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

美国制造业库存增速已至历史低位，接近补库阶段，带动出口受益。美国库存对我国出口的影响机制为美国补库需求外溢至进口需求，从而拉动我国出口增长。从美国库存数据来看，自2022年6月美国库存触顶回落，去库阶段已持续一年以上，制造业库存增速已经达到历史低位，有望触底回升，进入补库阶段，拉动出口受益。

图29: 美国本轮库存周期接近补库阶段



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

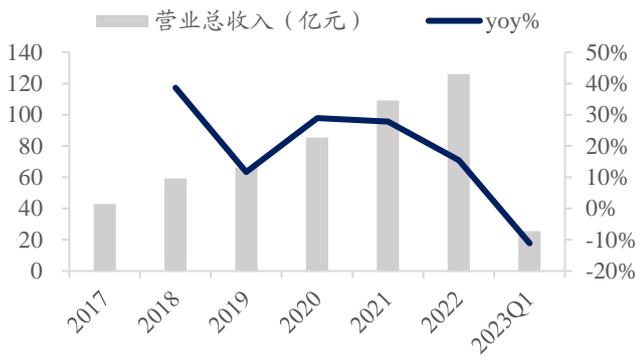
## 2.2. 消费类机械受益标的

2.2.1. 巨星科技：手工具出口龙头，业绩复苏超预期

国内手工具行业龙头，成长性优异。2017-2022 年公司营收/归母净利润 CAGR 为 19.7%/17.1%，成长性优异。2023Q1 公司营收 25.6 亿元，同比下降 11.1%，主要系 2022 年下半年以来欧美总体库存处于历史最高水平，导致客户订单大幅下降，预计下半年公司订单将随美国房地产底部复苏迎来修复。2023Q1 公司归母净利润 3.0 亿元，同比增长 65.4%，主要系汇率、国际航运费和原材料价格利好，公司净利润同比大幅增长。

图30：2017-2022 年巨星科技收入 CAGR 19.7%

图31：2017-2022 年巨星科技归母净利润 CAGR 17.1%



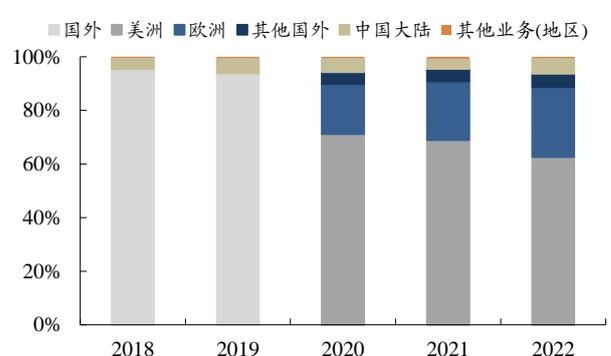
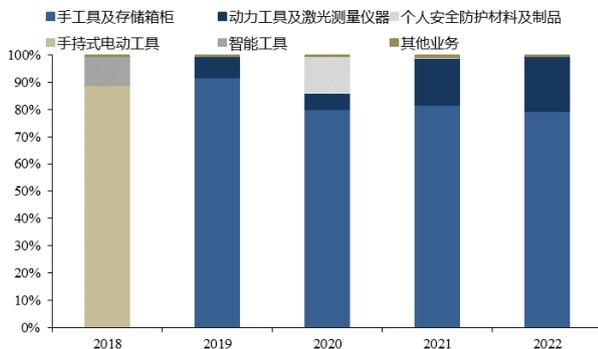
数据来源：Wind，东吴证券研究所

数据来源：Wind，东吴证券研究所

出口收入占比 90%，欧美为主要出口地。手工具 ODM 业务是公司的支柱业务，近年来，公司拓展动力工具、激光测量仪器、个人护具等多个新细分领域，手工具业务占比略有下滑。公司收入 90% 以上来源于出口，美洲、欧洲是主要出口地，其中欧洲子公司 Lista 抓住欧洲市场需求复苏和进口需求上升机会，欧洲市场占比逐年提升。

图32：巨星科技手工具业务收入占比 80% 以上

图33：巨星科技出口业务收入占比 90% 以上



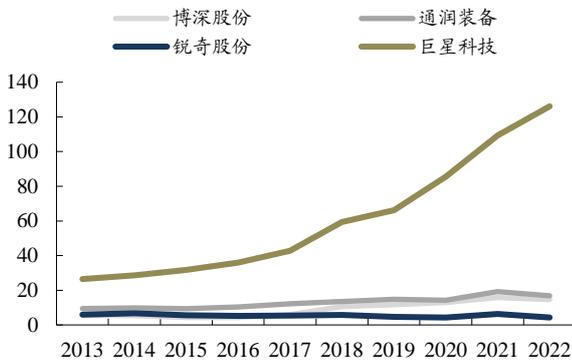
数据来源：Wind，东吴证券研究所

数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司体量远超国内同行，规模效应和盈利能力领先。与国内其他手工具公司相比，

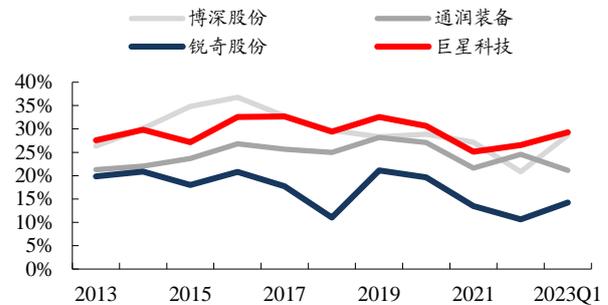
巨星科技具备海外布局先发优势，建立了以中国为核心的全球化供应链管理体系，收入体量远超国内同行。在完备的全球供应链体系下，公司实现了全球采购、全球制造，进一步降低成本，保障产能，规模效应突出，盈利能力行业领先。

图34: 2022 年巨星科技总营收 126 亿元，高于同类公司 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图35: 2022 年巨星科技毛利率 26.5%，高于同类公司



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

前五大客户收入占比近半，保障公司稳定订单规模。公司前五大客户稳定，包括全球最大的工具企业史丹利百得、家居装饰专业商家得宝、全球最大连锁零售商沃尔玛、美国连锁商巨头劳氏。公司坚持大客户战略，前五大客户收入占比近 5 年持续提升，2022 年占比达 48%，保障公司优质订单规模稳定。

表2: 公司前五大客户收入占比较高

年份	前五大客户收入占比	总和
2017	L.G Sourcing Inc. (16.0%)、The Home Depot Inc. (11.5%)、Wal-Mart Inc. (9.7%)、Stanleyworks Co.,Ltd (6.0%)、格耐克 (4.7%)	47.9%
2018	L.G Sourcing Inc. (11.1%)、The Home Depot Inc. (8.2%)、Wal-Mart Inc. (8.0%)、Sears roebuck (5.7%)、Stanleyworks Co.,Ltd (3.8%)	36.7%
2019	The Home Depot Inc. (13.2%)、Wal-Mart Inc. (10.3%)、L.G Sourcing Inc. (9.0%)、Stanleyworks Co.,Ltd (3.1%)、Kingfisher Group (3.1%)	38.6%
2020	1 (16.7%)、2 (12.3%)、3 (11.1%)、4 (2.9%)、5 (2.1%)	45.2%
2021	1 (21.3%)、2 (10.9%)、3 (9.9%)、4 (2.3%)、5 (2.2%)	46.5%
2022	1 (24.2%)、2 (12.5%)、3 (6.9%)、4 (2.3%)、5 (1.7%)	48.0%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2.2.2. 浩洋股份: 专业舞台灯光设备供应商，受益于全球演艺行业复苏

浩洋股份是全球领先的演艺灯光设备制造商，受益于疫情后演艺行业需求复苏。2017-2022 年公司营收/归母净利润 CAGR 为 13.3%/37.8%，净利润增速大幅高于收入，盈利能力优异。2023 年随着疫情影响逐渐消退，演艺行业需求恢复，公司订单同步起速。2023Q1 公司营收 3.3 亿元，同比增长 42.5%，归母净利润 1.0 亿元，同比增长 62.6%，

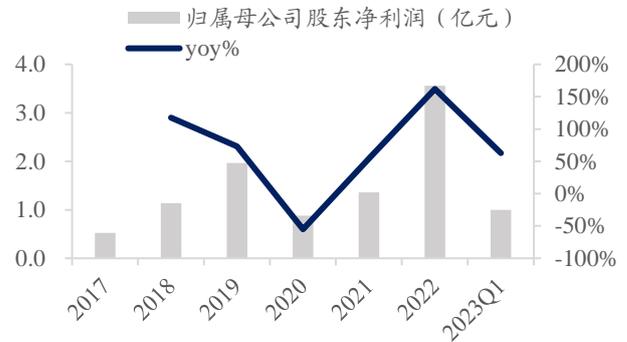
海外需求持续旺盛背景下，下半年仍有望保持高速增长。

图36: 2023Q1 公司实现营收 3.3 亿元，同比增长 42.5%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

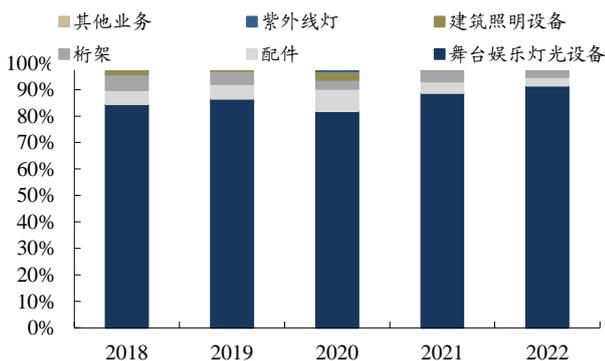
图37: 2023Q1 公司实现归母净利润 1.0 亿元，同比增长 62.6%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**主营舞台娱乐灯光设备，海外收入占比超 80%。**公司主要产品为舞台娱乐灯光设备，终端客户包括电视台、剧场剧院、各类型演艺场馆等，业绩与演艺行业景气度高度相关。公司收入主要来源于出口，除 2020 年受疫情影响以外，近 5 年海外收入占比在 80%以上，随着公司海外渠道布局完善，近两年海外收入占比呈现逐年提升趋势。

图38: 2022 年浩洋股份舞台灯光设备收入占比 92%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

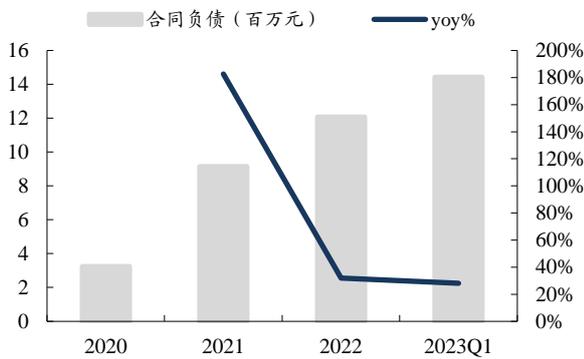
图39: 2022 年浩洋股份出口收入占比 94%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

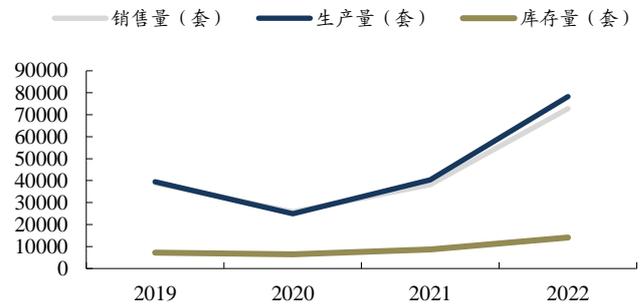
**市场需求大幅恢复，公司在手订单充足。**2023 年在海内外演艺行业需求持续旺盛的背景下，公司凭借其研发、品牌、渠道等核心竞争力获得大量订单，2023Q1 公司合同负债 0.14 亿元，同比+28.1%，同时演艺灯光设备销售量、生产量、库存量自 2020 年以来有大幅增长，行业复苏动能转化充分。

图40: 2023Q1 浩洋股份合同负债 1440 万, 同比+28.1%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

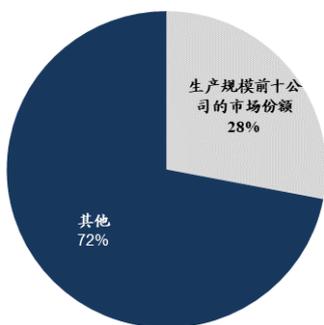
图41: 疫情后浩洋股份舞台娱乐灯光设备产销量全面回升



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

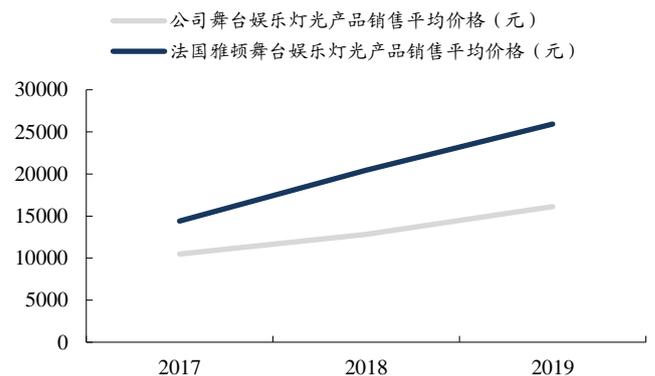
舞台灯光市场较为分散, 公司通过外购进军中高端市场。据公司招股说明书, 全球前十大舞台灯具公司市场份额仅占 27.9%, 市场龙头还未形成, 市场空间存在重新分配可能。2017 年 1 月, 公司完成对法国雅顿的收购, 开启欧美中高端舞台娱乐灯光设备布局。自收购法国雅顿以来, 公司舞台灯光设备均价逐年提升, 2018/2019 年设备均价同比提升 22.5%/25.6%, 带动公司整体盈利能力上行。展望下半年, 在全球演艺事业复苏的背景下, 公司享有渠道和品牌壁垒, 有望迎来量价齐升。

图42: 2017 年全球前十大舞台灯具公司市场份额 27.9%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图43: 收购法国雅顿后, 公司舞台灯光设备均价逐年提升

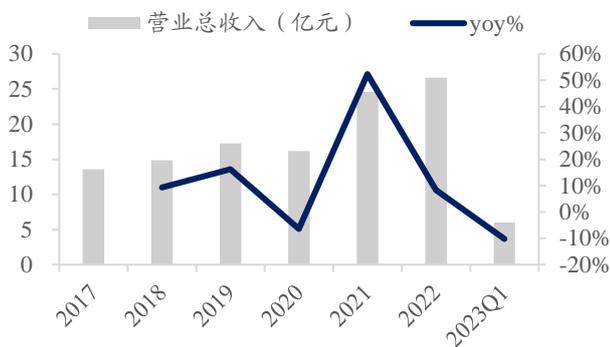


数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

### 2.2.3. 银都股份: 海外渠道趋于完善, 新品布局打开成长空间

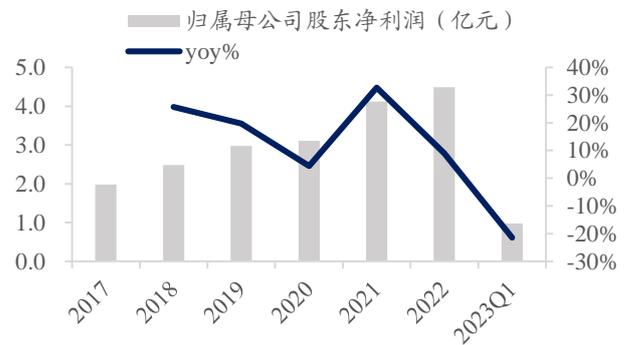
**银都股份主营餐饮制冷设备，Q1 业绩短期承压。**公司主营商用餐饮制冷设备，2017-2022 年受益于国外市场 OBM 业务的持续突破，公司业绩稳定增长，2017-2022 年公司营收/归母净利润 CAGR 分别为 11.9%/14.7%。2023Q1 公司实现总营收 6.0 亿元，同比-10.2%，一方面系 2022 年美国市场缺货，2022Q1 公司收入基数较高，另一方面系 1 月份海运附加费下调，导致产品价格有明显下降，归母净利润 1.0 亿元，同比-21.4%，主要系一季度海运成本仍处于高位。二季度开始海运成本已有较大幅度回落，预计 23 年公司盈利能力逐季改善。

图44: 2022 年银都股份收入 26.6 亿元，同比+8.3%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

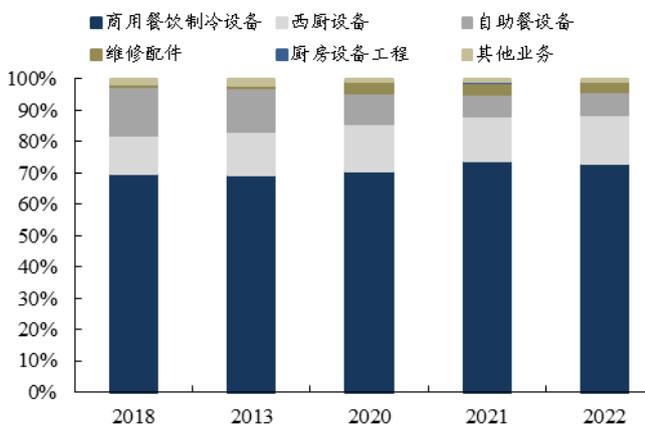
图45: 2022 年银都股份归母净利润 4.5 亿元，同比+9.0%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

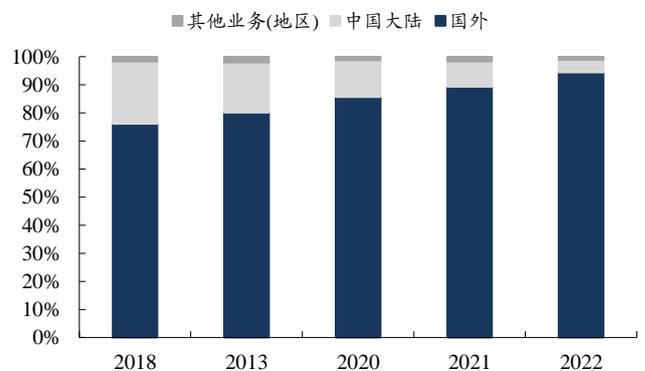
**海外渠道铺设趋于完善，2022 年出口收入占比达 94%。**公司目前已经基本完成了国内外渠道的搭建，尤其海外渠道已经较为完善，通过研发新产品扩大海外份额，2018-2022 年，公司海外营收占比持续提升，2022 年出口收入占比达 94%。

图46: 银都股份核心产品为商用餐饮制冷设备



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图47: 2018-2022 年银都股份出口收入占比持续增加



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

公司积极布局子公司和生产基地，拓展海外市场。公司制定了“85国计划”，以设置“海外仓+自主销售”、“海外仓+代理销售”、“纯代理销售”三种布点模式，在全球85个国家销售自主品牌的全系列产品。目前已在美国、英国、德国、法国、意大利等国设立了“海外仓+自主销售”子公司，在澳大利亚、加拿大设立了“海外仓+代理销售”的子公司，在泰国、英国、法国建设或规划了生产基地。全球布局有利于公司统筹生产与发货，降低成本，提高收入规模与盈利水平。

表3: 银都股份积极布局子公司和生产基地，拓展海外市场

国家	地区	公司名称	生产基地
泰国	罗勇府罗勇直辖县	泰国阿托萨	有
美国	美国特拉华州	YD USA	
	美国加州	美国阿托萨	
	美国得克萨斯州	美国物产	
	美国特拉华	美国斯玛特	
英国	英格兰及威尔士	英国阿托萨	建设中
	英格兰及威尔士	英国银都	
德国	德国汉堡	德国阿托萨	
意大利	意大利瓦雷泽	意大利阿托萨	
中国香港	中国香港	香港汇乐	
法国	法国巴黎	法国阿托萨	选址中
	法国巴黎	法国银都	
澳大利亚	新南威尔士州	澳大利亚阿托萨	
加拿大	温哥华	加拿大阿托萨	
西班牙	马德里	西班牙阿托萨	
墨西哥	墨西哥城	墨西哥银都	

数据来源：Wind，东吴证券研究所

推出智能薯条机器人、万能蒸烤机新产品，打开成长空间。公司保持新产品的创新研发，目前向市场推出了万能蒸烤箱和智能薯条机器人两大全新系列产品。其中万能蒸烤箱提供热风烘焙、热风及蒸汽混合烘焙方案，适用于多场景的一体化工作；智能薯条机器人获得了美国2023年厨房创新奖，收到了小批量样机订单，并已发送给客户进行验证，该产品将首先在北美市场进行试点投放，后续逐步拓展至其他市场，有望成为业绩新增长点。

图48: 银都股份推出万能蒸烤箱和智能薯条机器人新产品

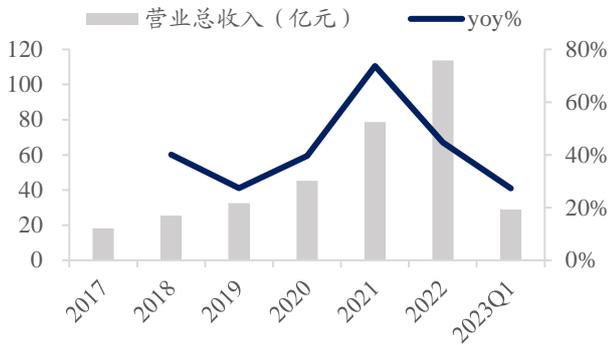
产品名称	产品简介	图片
万能蒸烤箱	多点核心探针，精准控温30℃-260℃。10英寸超大串口屏，智能接触控制，自动正反转风机，保证室内空气流通。热风烘焙、热风及蒸汽混合烘焙、湿度及蒸汽混合烘焙、蒸汽使用、干燥烘焙	
智能薯条机器人	一种六轴协作“协作机器人”机器人解决方案，可在高峰和非高峰时段提供系统适应性，并允许系统在需要时完全手动操作。包括冷冻机/料斗、带内置过滤功能的炸锅电池、带灭火装置的无通风罩和倾倒站，占地面积9英尺3英寸，机械臂的工作范围超过51英寸。	

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

#### 2.2.4. 春风动力：深耕摩托车及全地形车，国内出口并重

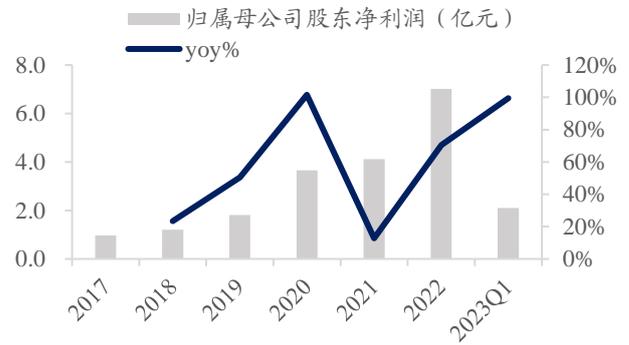
**专业高端动力运动装备品牌，摩托车+全地形车齐发展。**公司主营业务为全地形车，摩托车及后市场用品的研发，制造和销售。公司专注于大排量水冷动力技术这一核心竞争力，CFMOTO 已在全球四轮车领域多个国家排名位居首位。2017 年以来，公司总营收及归母净利润保持高速增长趋势，2017-2022 年公司营收/归母净利润 CAGR 为 35.8/39.0%。2023Q1 公司实现收入 28.8 亿元，同比增长 27.3%，主要系公司产品规模效益促使市场份额提升，产品结构持续优化，高附加值产品销售占比稳步提升，归母净利润 2.1 亿元，同比+99.6%，主要由于海运费持续走低，人民币兑美元汇率整体走低，降低公司出口成本，盈利能力上升。

图49: 2023Q1 春风动力营业收入 28.8 亿元, 同比+27.3%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

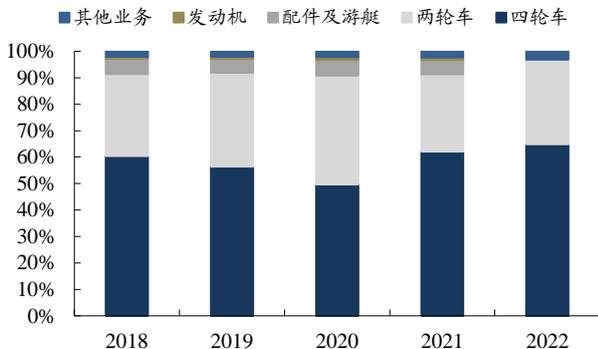
图50: 2023Q1 年春风动力归母净利润 2.1 亿元, 同比+99.6%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**深耕摩托车及全地形车板块, 海外收入占比 60%以上。**公司主要生产两轮车、四轮车、配件及游艇、发动机等产品, 其中两轮车与四轮车为公司核心产品。2022 年两轮车/四轮车分别占公司总营收的 64.9%/32.0%。公司出口业务占比较高, 欧洲和北美为主要出口地, 近 5 年出口收入占比维持在 60%以上。

图51: 2022 年两轮车与四轮车收入占比 65%/32%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图52: 近 5 年出口收入占比维持在 60%以上



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

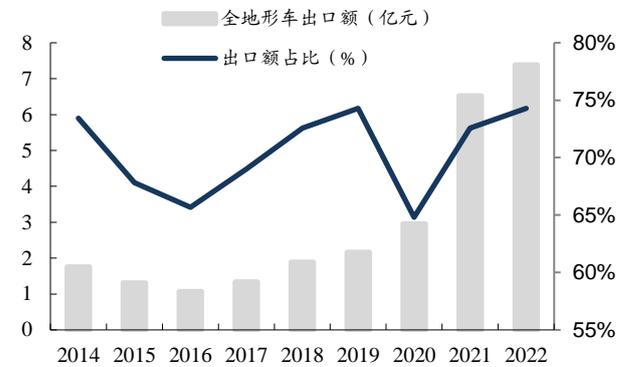
**摩托车+全地形车双驱动, 打好内外销组合拳。**1) **摩托车:** 具有较强消费品属性, 品牌培育较大程度影响竞争力。公司自 2014 年起成为中国国宾护卫专用摩托车指定生产商, 品牌力日益增强, 带来显著溢价, 2014-2022 年摩托车营收 CAGR 达 70%。2) **全地形车:** 公司自主掌握全地形车发动机、车架等核心部件技术, 主要面向北美、欧洲和日本市场出口。2014 年至 2022 年, 公司全地形车出口额稳定增长, 占国内同类产品出口额 70%左右, 出口额全国最高。

图53: 2014-2022 年公司摩托车营收 CAGR 达 70%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图54: 公司全地形车出口额占国内同类产品出口额 70% 左右

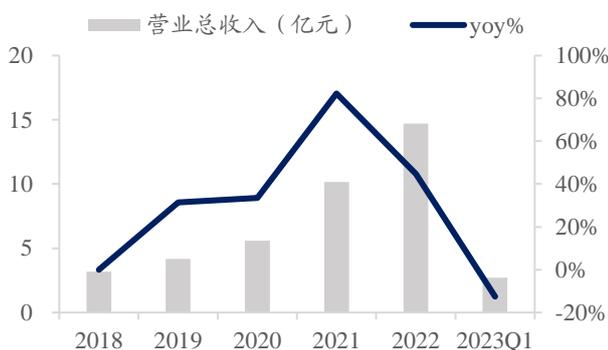


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 2.2.5. 绿通科技: 专注场地电动车, 占据较高出口市场份额

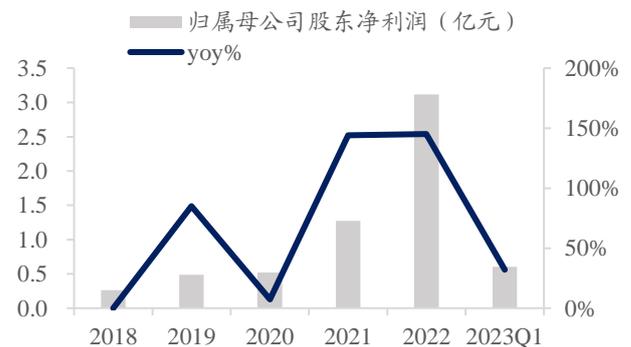
绿通科技专注场地电动车, 成长性优异。公司主要销售高尔夫球车、观光车、电动巡逻车等产品。随着场地电动车应用领域不断拓展, 应用场景包括但不限于旅游景区、楼盘物业、度假村、学校等接待性场所, 全球对场地电动车的需求持续增长。在下游需求高增驱动下, 2018-2022 年公司营收/归母净利润 CAGR 达 35.8/64.1%, 收入及利润均实现高速增长。

图55: 2022 年绿通科技营业收入 14.7 亿元, 同比+44.7%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图56: 2022 年绿通科技归母净利润 3.1 亿元, 同比+145%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

高尔夫球车为公司的第一大产品, 海外收入占比 90%。2018-2022 年高尔夫球车收入占比由 40%增长至 85%, 贡献主要营收增量。分地区来看, 公司收入主要来自海外出

口，ICON、LVTONG USA 等大客户与公司高尔夫球车 ODM 建立了稳定的合作关系。2018-2022 年公司出口收入占比由 50% 增长至 90%。

图57: 高尔夫球车为绿通科技的第一大产品

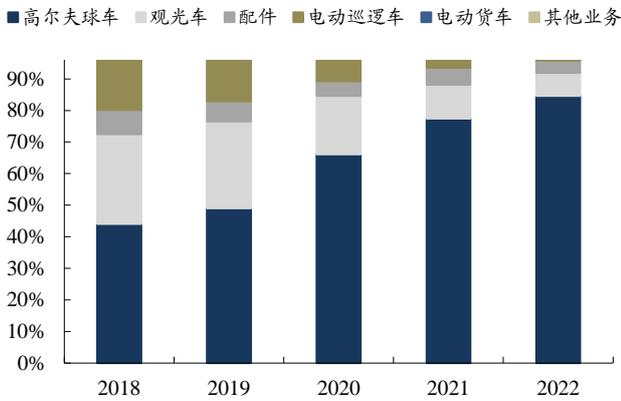
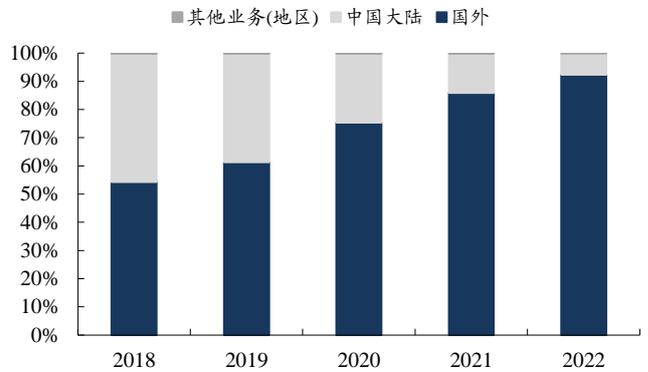


图58: 2022 绿通科技海外收入占总收入 92%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

公司产品系列趋于多元化，契合下游多样化需求。除高尔夫球车外，公司也布局了电动货车、电动巡逻车、旅游观光车等新兴产品，契合下游多样化需求。此外，公司战略性布局 UTV 电动全地形车，尝试在其他应用场景实现场地电动车替代场地燃油车，将应用场景拓宽至野外部分特定区域的休闲娱乐领域，实现了燃油替代。截至 2022 年 7 月，公司累计投入 8.8 千万用于研发 UTV 电动全地形车。目前 UTV 电动全地形车已处于小批量试产和销售阶段，有望成为公司新的业绩增长点。

图59: 绿通科技主要产品系列及简介

产品名称	产品简介	图片
旅游观光车系列	主要用于旅游观光场景，电机全密封，续航里程长，效能提高15%。提供8座、11座、14座和23座车型	
高尔夫观光车系列	主要用于度假村、别墅区、花园酒店、旅游景区等场景，提供2座、4座、6座、8座和11座车型	
电动巡逻车系列	为治安、巡逻等人员专门设计开发的车型，为街头巡逻工作、执法任务提供便利，广泛用于大型企业、单位、公园、院校、车站、机场、码头等地区	
电动货车/改装车系列	具有强劲动力、高动能、体积小、容量大、巧定制等特色，满足各种行业运输需求	

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

### 3. 非消费类机械：进入全球化阶段，出口表现亮眼

#### 3.1. 工程机械：“一带一路”催化不断，关注工程机械行业机会

工程机械与“一带一路”关联度高，一是跟随央企客户项目出海，二是“一带一路”沿线市场份额提升。工程机械随“一带一路”项目出海可追溯至 2013 年，企业主要通过三类方式参与到“一带一路”项目中：（1）跟随大央企出海，提供设备采购服务；（2）凭借核心竞争力，中标当地项目。（3）凭借自身竞争力，提升海外市场份额。根据中国一带一路网披露，仅 2023 年中字头企业新签约的项目数量超 12 个，部分项目在建或已竣工，涵盖道路、建筑、风电项目建设等多领域，拉动对工程机械企业的采购需求。

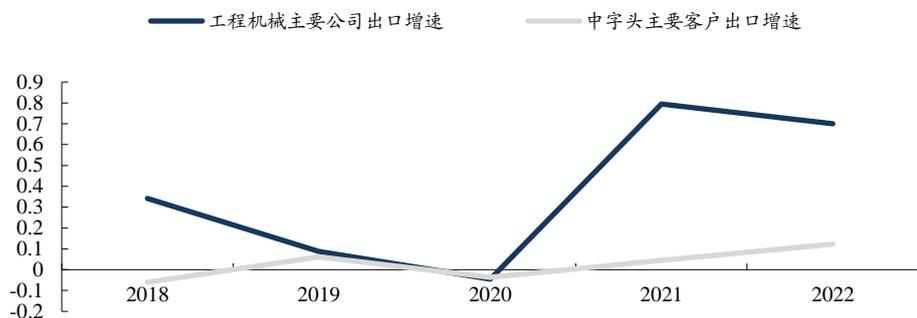
表4：2023 年“一带一路”中字头客户代表性项目

项目进度	企业	项目
签约	中材建设	俄罗斯莫尔多瓦 3000TPD 熟料线项目
	中甘国际	塞拉利昂马拉基卡-博姆博马道路建设项目
	中国交建	新加坡伦多中路公寓房建总承包项目
	中国能建国际集团联合体	纳米比亚吕德里茨 50 兆瓦风电 IPP 项目
	中海外	波黑布尔奇科-比耶利纳高速公路项目
	中建一局	菲律宾马尼拉超高住宅一标段项目
	中交一公局	尼泊尔加德满都至特来快速路 6 标项目
	中交一公局	刚果（金）金沙萨马路库河港建设项目
	中交一公局	刚果（金）金沙萨金森索区道路防侵蚀和防积水工程项目
	中铁建工	坦桑尼亚基戈马机场升级改造项目
	中铁建工	坦桑尼亚多多马公共服务委员会办公楼项目
中铁建工	坦桑尼亚多多马地区灌溉项目	
在建	中国港湾	阿尔及利亚阿尔泽港扩建项目
	中国建筑	阿尔及利亚安斯铁路项目
	中国交建	尼日利亚卡马铁路项目
	中国交建	马东铁项目 4 号桥
	中国路桥	柬埔寨 7 号公路升级改造项目
	中国路桥	援毛里塔尼亚努瓦克肖特立交桥项目
	中国土木	秘鲁马丘比丘公路项目瓦德基尼亚钢结构桥
	中国中铁	玻利维亚埃斯皮诺公路项目
中建三局	柬埔寨新金边国际机场项目	
竣工	中国港湾	玻利维亚两圣公路项目
	中国土木	援非盟非洲疾控中心总部项目
	中铁七局	援塞拉利昂外交培训学院项目

数据来源：中国一带一路网、东吴证券研究所整理

近年来工程机械出口增速高于中字头客户，深度受益“一带一路”地区发展。我们统计了以三一重工/徐工机械/中联重科/恒立液压代表工程机械企业，以中国铁建/中国交建/中国建筑/中国中铁/中材国际代表中字头客户，2018-2022 年工程机械与中字头企业出口 CAGR 分别为 34%/3%，2022 年工程机械企业、中字头客户出口增速分别达 70%、12%，工程机械企业出口增速明显高于客户出口增速。近年来，一带一路国家出台经济刺激政策，海外工程机械市场繁荣，叠加工程机械海外份额提升，两者出口增速差距进一步拉大。

图60：2018-2022 年工程机械出口增速高于中字头客户

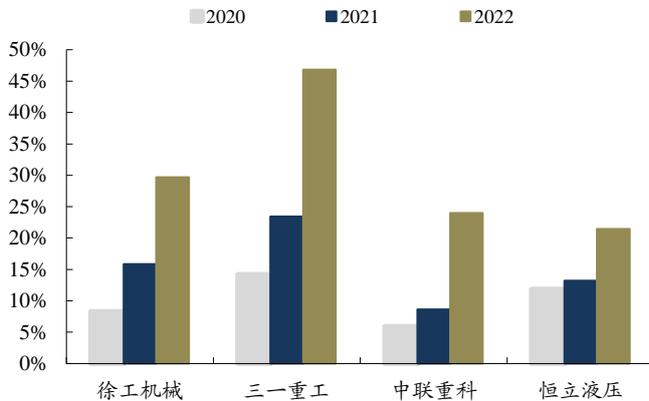


数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：中字头选取中国铁建、中国交建、中国建筑、中国中铁、中材国际六家公司，工程机械选取三一重工、徐工机械、中联重科、恒立液压四家公司

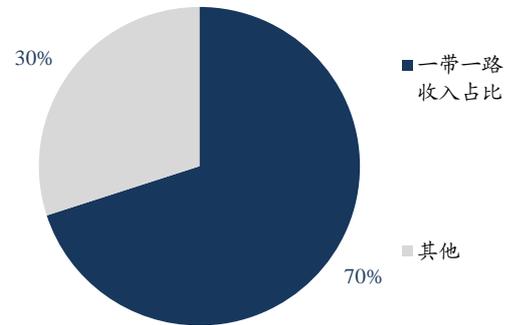
工程机械进入国际化阶段，海外市场聚焦一带一路。2020-2022 年工程机械主要公司境外业务增速较快，海外收入占比逐步提升，2022 年三一重工/徐工机械/中联重科/恒立液压海外收入占比达 47%/30%/24%/22%，2023 年海外市场占比仍在提升，其中“一带一路”地区占出口收入 70%以上。此外，海外竞争格局较好，利润率较国内市场更高，国际关系改善背景下行业有望深度受益。整体来看，2023 年工程机械主要企业出口收入占比达 30%-60%，其中核心区域“一带一路”占比达 70%以上，为主要市场。

图61: 2020-2022年工程机械相关公司出口收入占比



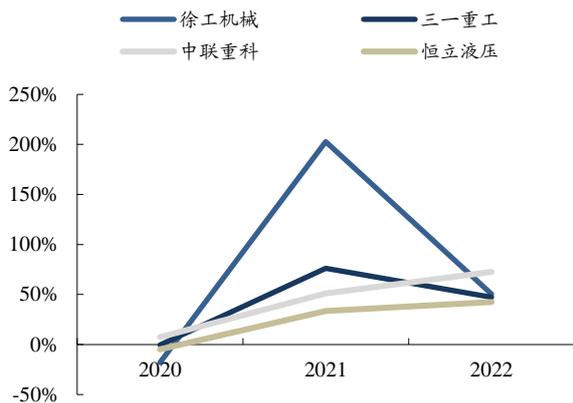
数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图62: 2023年工程机械“一带一路”地区占出口收入70%以上



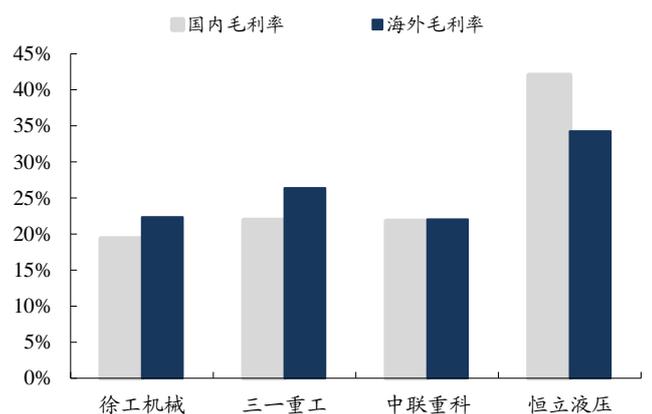
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图63: 2020-2022年工程机械相关公司海外业务增速



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图64: 2022年工程机械相关公司国内外毛利率



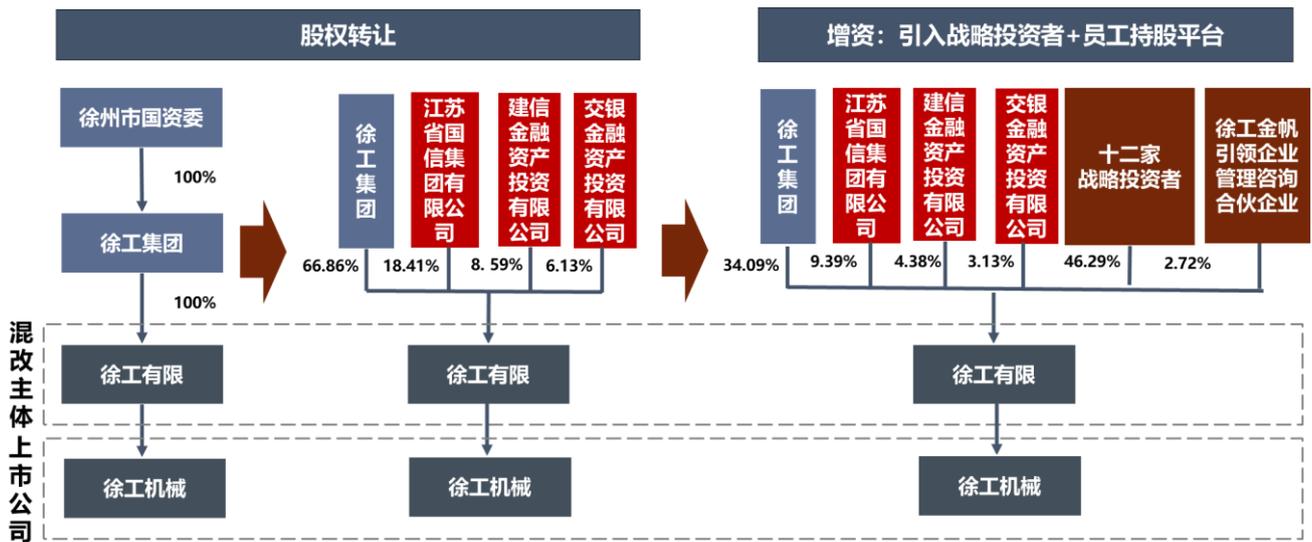
数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

### 3.2. 工程机械受益标的

#### 3.2.1. 徐工机械: “一带一路+中特估”催化下的低估值国企

2020年9月徐工混改方案落地, 引入外部投资者, 改善公司经营效率。徐工机械实控人为徐州国资委。2020年9月23日, 公司发布混改进展公告: ①老股转让: 与3家国有控股企业签订总额为54亿元的股权转让协议, 徐工集团持股徐工有限由100%降至66.86%; ②增资扩股(战投+员工持股): 与12家战略投资者和1个员工持股平台签订总额为156.56亿元的增资协议, 其中员工持股平台持股比例2.7%, 徐工集团对徐工有限的持股比例从66.86%进一步降至34.1%。

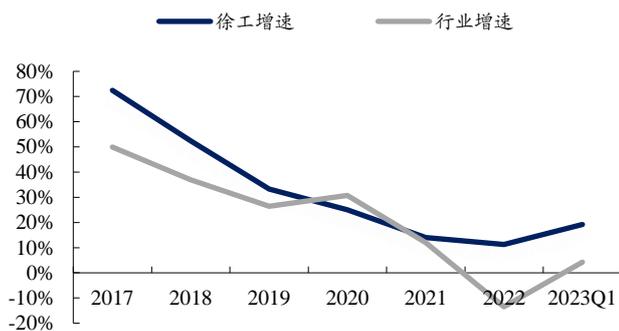
图65: 2020年9月徐工机械混改方案



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所整理

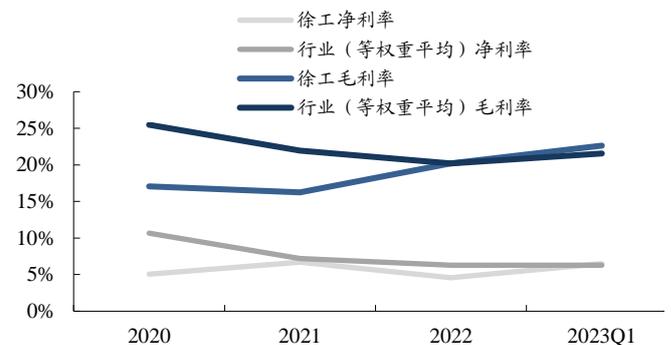
混改逻辑持续兑现, 行业阿尔法属性显著。从收入端来看, 近年来徐工营收增速持续远超行业水平, 2022年和2023年Q1, 随着行业景气筑底、行业增速放缓至-13%和4%, 而徐工受益海外业务高增, 营收增速11%和19%, 高于行业水平。从利润端来看, 2022年以来徐工利润率逐渐追平趋同于行业均值, 2023年Q1毛利率和净利率均超出行业平均水平。后续随着公司极致降本继续推进、海外费用率的下降, 公司盈利能力确定性高。

图66: 近年来徐工营收增速优于行业



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图67: 2023年Q1徐工净利率和毛利率都超过行业



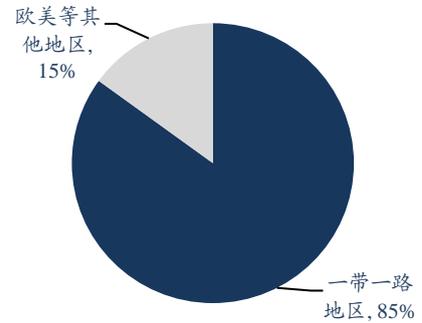
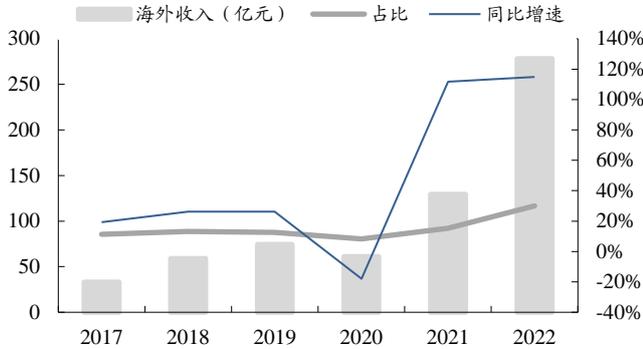
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

“一带一路”地区基本盘稳固, 占出口收入比例80%以上。截至2022年底, 公司已在东南亚大区、印尼特区、中亚大区、非洲大区、西亚北非大区、欧洲大区、大洋洲大区共涉及64个国家布局了完善的营销网络, 设有200余家经销商, 24个办事处, 100多个服务备件中心。海外市场成为公司业绩增长主要动力。2022年公司实现海外营收

278 亿元，同比增长 51%，占营收比重同比提升 14pct 至 30%。根据我们测算，2022 年海外工程机械市场空间约 5000 亿人民币，公司份额仅约 6%，国际化长期增长潜力可观。

图68：2022 年徐工实现海外营收 278 亿元，同比增长 51%

图69：徐工海外收入分区域占比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

数据来源：Wind，东吴证券研究所

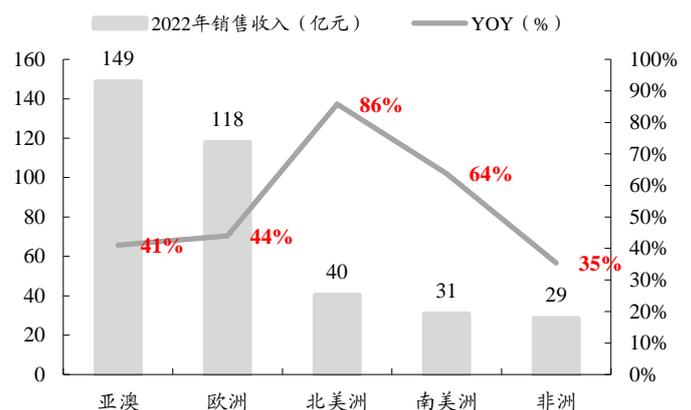
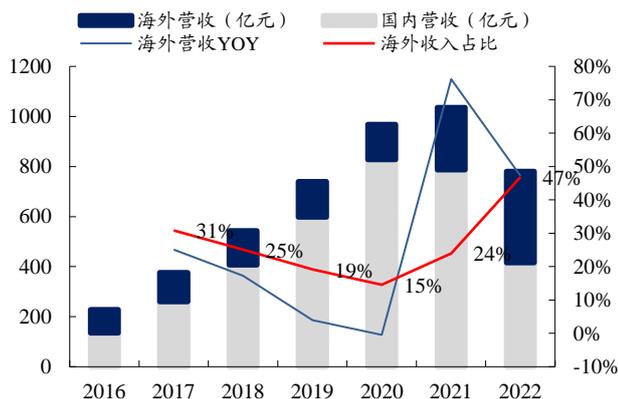
注：以上为 2022 年数据

### 3.2.2. 三一重工：中国最具全球竞争力的制造龙头之一

中国最具全球竞争力民企之一，“一带一路”份额稳居前列。2022 年公司海外营收 366 亿元，同比增长 47%，较前三季度再加快 3pct，出口收入占比升至 47%，同比+23pct，2023 年出口收入占比有望增至 60%。出口分区域看，亚澳仍为第一大出口市场，收入同比增长 41%，占总出口 41%。欧、美增速最快，收入分别同比增长 44%、76%，占比 32%、19%。

图70：2022 年三一重工海外收入 366 亿元，同比增长 47%，营收占比提高 23pct 至 47%

图71：2022 年三一重工亚澳、南美、非洲等“一带一路”地区同比增长约 40%



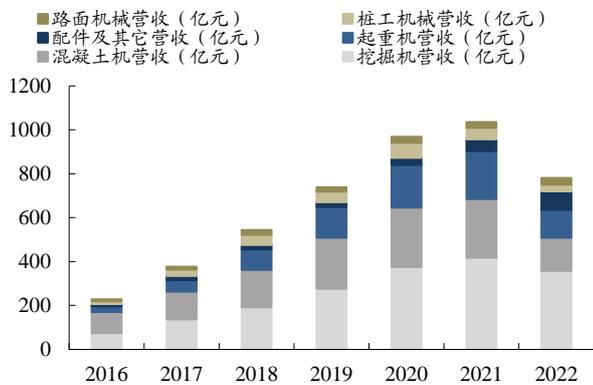
数据来源：Wind，东吴证券研究所

数据来源：Wind，东吴证券研究所

“得挖机者得天下”，三一重工挖掘机国内外增速均好于行业。2022 年三一主要产品海外均正增长，挖机表现最为亮眼：（1）挖机实现收入 358 亿元，同比下滑 14%，其中海外收入 181 亿元，同比增长 69%。（2）混凝土机实现收入 151 亿元，同比下滑 43%，

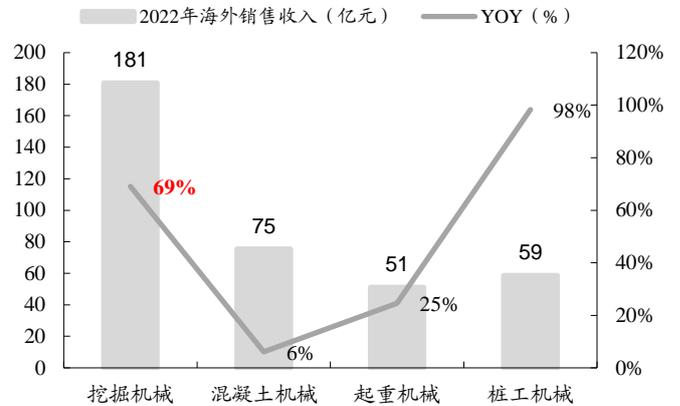
其中海外收入 75 亿元，同比提升 6%，表现均好于行业。(3) 起重机实现营收 127 亿元，其中海外收入 51 亿元，同比提升 25%。

图72: 2022 年三一重工挖机营收 358 亿元，收入占比提升 5pct 达 44%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图73: 2022 年三一重工挖机出口收入 181 亿元，同比增长 69%，海外收入占比达 51%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

海外业务毛利率稳步提升，2022 年已超过国内。受益于海外销售规模增大、产品结构改善，公司海外主营业务利率稳步提升，毛利率从上半年的 24.42% 提升至下半年的 27.97%。2022 年全年海外业务毛利率达 26.36%，同比提高 2.23pct，首次超过国内 (21.92%)。

图74: 2022 年三一重工海外毛利率 26.36%，高出国内 4.44pct

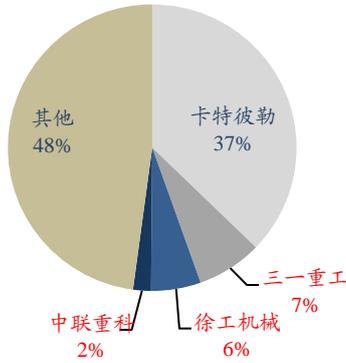


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

全球化战略进入兑现期，看好利润及估值双升。根据我们测算，2022 年海外工程机械市场空间约 5000 亿人民币，三一重工/徐工机械/中联重科海外销售额仅占 7%/6%/2%，国际化长期增长潜力可观。我们认为，公司出口板块为成长板块、周期较弱、利润率高于国内，分布估值下有望迎来估值中枢上移。国内市场低估期应享有更高估值，2023 年

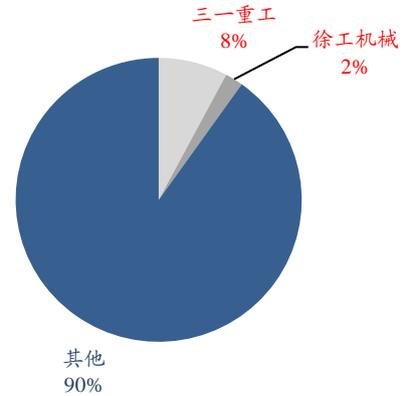
起公司业绩有望开启筑底反弹，有望迎来利润及估值双升。

图75: 2022年三一重工/徐工机械/中联重科海外销售额仅占7%/6%/2%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图76: 2022年三一重工/徐工机械挖掘机海外销售额仅占8%/2%

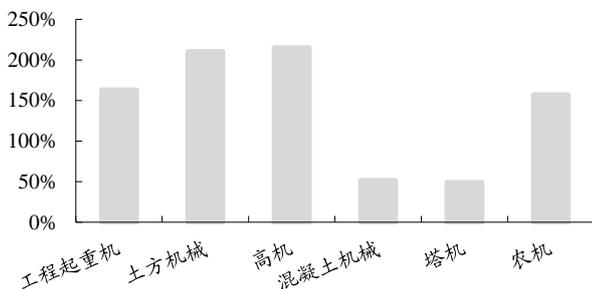


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 3.2.3. 中联重科: 出口高速增长的行业黑马

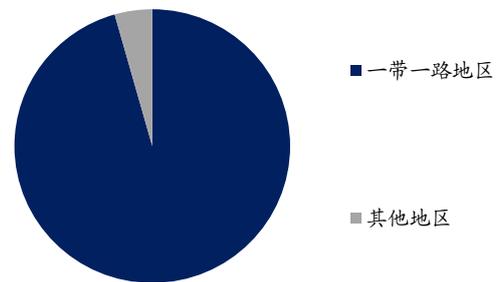
中联重科“一带一路”具备显著市场影响力，一带一路地区收入占比超过90%。中联重科产品市场已覆盖全球100余个国家和地区，尤其是在“一带一路”沿线设立了分子公司及常驻机构。分产品线来看，2023年一季度工程起重机、土方机械、高空作业机械、农业机械均实现高速增长。公司海外市场主要集中在中东、俄语区及中亚、东南亚地区等，根据我们测算，2023年一季度公司“一带一路”出口收入占比达90%。

图77: 中联重科出口分产品收入同比增长情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所  
注: 以上为2023年一季度数据

图78: 中联重科“一带一路”出口收入占比达90%



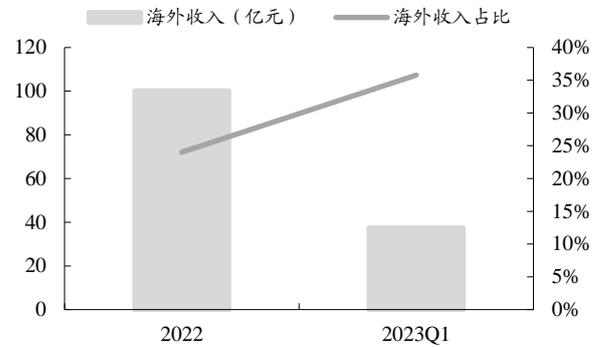
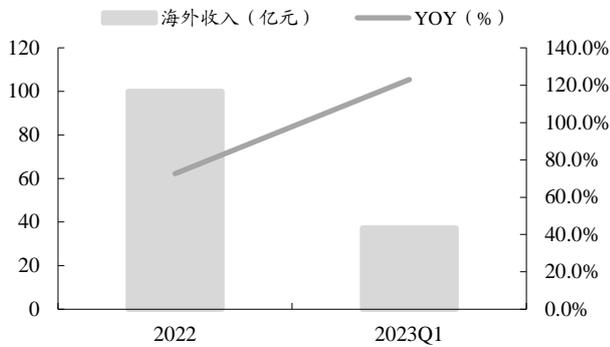
数据来源: Wind, 东吴证券研究所  
注: 以上为2023年一季度数据

2023Q1 中联出口收入同比增速达123%，出口高速增长的行业黑马。尽管中联出口占比相对较低，但由于海外竞争力突出，近年来收入高速增长，出口占比持续提升，

成为行业出口增速最快公司之一。2022 年中联海外收入 100 亿元，同比增速 72.6%，2023 年 Q1 海外收入 37.31 亿元，同比增速 123%，增速达行业前列，海外收入占比进一步由 2022 年的 25% 提升至 2023 年 Q1 的 36%，海外竞争力突出。

图79: 2022 年以来中联重科海外收入高速增长

图80: 中联重科海外收入占比提升至 30% 以上



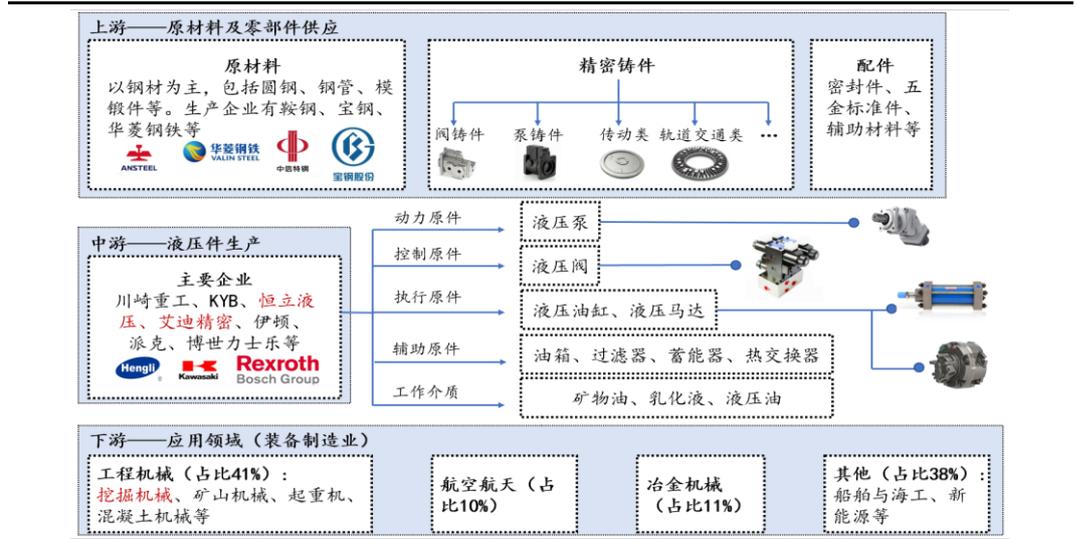
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 3.2.4. 恒立液压: 受益主机厂出海及国产替代的核心零部件环节

工程机械上游核心零部件商, 国产替代进程持续。从产业链及竞争格局来看, 液压件产业链上游参与主体为原材料、精密铸件和配件, 包括钢材、泵阀铸件、密封件、辅助材料等。中游为液压件生产企业, 包括海外巨头力士乐、川崎等, 以及国产巨头恒立、艾迪, 目前高端液压泵阀、马达等高盈利产品市场主要被海外龙头占领, 恒立技术壁垒较高, 竞争格局优异, 深度受益国产替代。

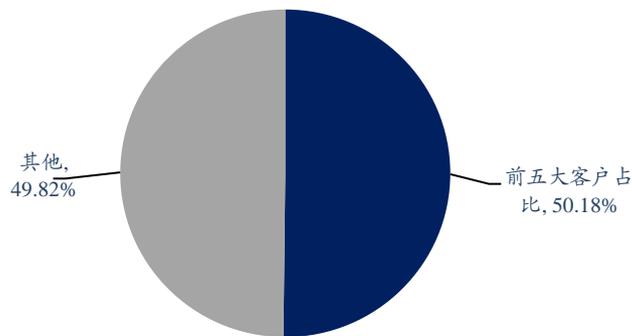
图81: 恒立液压所处产业链



数据来源: 前瞻产业研究院, 公司公告, 东吴证券研究所整理 (注: 下游应用领域占比系 2019 年数据)

**受益主机厂出海战略，公司客户集中度高。**公司主要客户由龙头挖机设备商构成，包括三一重工、柳工机械、徐工挖机、卡特彼勒等。三一、徐工、中联等近年来皆在推动全球化战略布局，出口高增，打开公司业务成长空间。公司产品渗透率在挖机核心主机厂中快速提升，客户结构集中化，2022年公司前五大客户占比50%。前五大客户中三一、柳工、徐工、卡特彼勒挖机销量在行业中排名领先，目前，公司油缸技术已较为成熟，泵阀产品技术已逐步能够满足国内主机厂需求，基于出色的产品性价比及市场反应度，国产替代进程持续。

图82：2022年恒立液压前五大客户占比50%



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

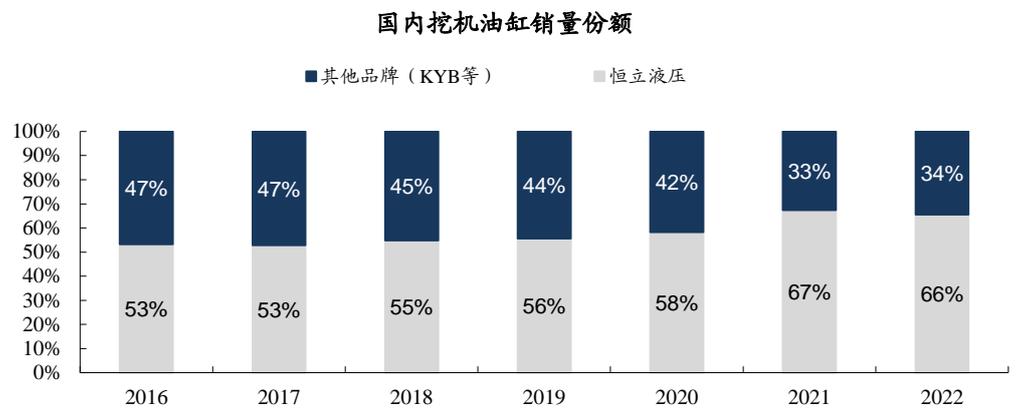
表5：恒立液压主要客户情况

挖机厂商	液压油缸	液压泵阀	回转马达	行走马达
三一重工	恒立、KYB、自制	≤13.5t 使用力士乐、恒立； >13.5t 以川崎为主，部分 Husco	自制	KYB、蒂人
柳工	恒立	以川崎为主，部分使用恒立	川崎	川崎
徐工机械	恒立、自制	≤6t 自产； 6~13.5t 使用力士乐、恒立； >13.5t 以川崎为主	-	-
山东临工	恒立	以川崎为主，部分使用恒立	-	-
卡特彼勒	恒立、KYB	部分自产，其余使用川崎、力士乐	自制	自制

数据来源：各公司官网，东吴证券研究所整理

**受益挖机核心零部件国产替代，公司份额持续提升。**恒立液压与三一、徐工、柳工等国内龙头主机厂合作关系紧密，下游复苏率先受益。2016下半年以来国内挖掘机市场进入上行周期，油缸等核心零部件供不应求，国产替代加速，恒立液压迎发展机遇，份额快速提升。2016-2022年，恒立液压挖机油缸销量从14万只增加到63万只，收入从5亿元增长至28亿元。按行业销量测算，2016-2022年恒立挖机油缸市占率从53%提升至66%。

图83：近年来恒立液压挖机油缸市场份额逐步提升

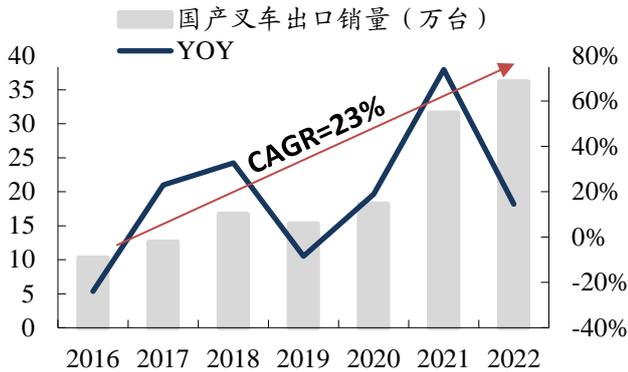


数据来源：公司公告、东吴证券研究所

### 3.3. 叉车行业：“电动化+国际化”成为新增长点，叉车产业迎转型大势

**国产叉车海外销量份额较低，增长空间广阔。**从2016年起，国产叉车出口开始逐渐放量，2016-2022年国产叉车出口销量CAGR达23%，海外销量份额提升至19%，还有较大提升空间。从叉车类别来看，出口叉车以价值量较低的三类车为主，产品结构还有优化空间。丰田在日本本土以外区域收入占比达到70%以上，凯傲集团有47%的收入来自西欧以外地区。相比之下，杭叉、合力海外收入占比虽已有所提升，达到30%以上，但与国际巨头还有较大差距，全球化水平还有较大提升空间。国产品牌具备性价比、交期、锂电产业链领先三大优势。随海外布局臻于完善，竞争力有望逐步兑现。

图84: 2016-2022年国产叉车出口销量 CAGR 达 23%



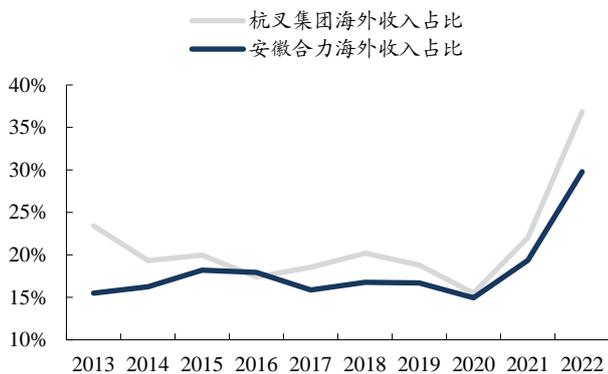
数据来源: Wind, 中国工程机械工业协会, 东吴证券研究所

图85: 2022年国产叉车海外销量份额提升至19%



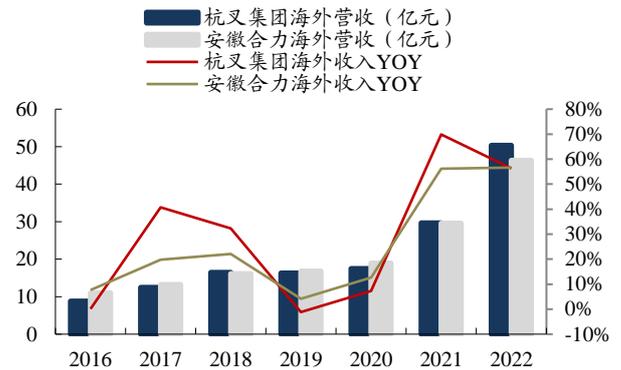
数据来源: Wind, 中国工程机械工业协会, 东吴证券研究所

图86: 杭叉集团、安徽合力海外收入占比提升至30%以上



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

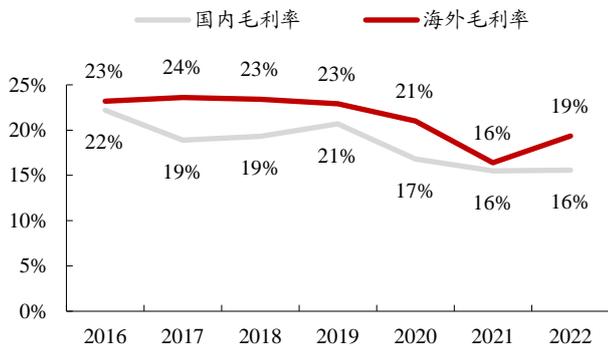
图87: 杭叉集团、安徽合力海外营收逐年增长, 2017-2022年复合增速分别为32%/29%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

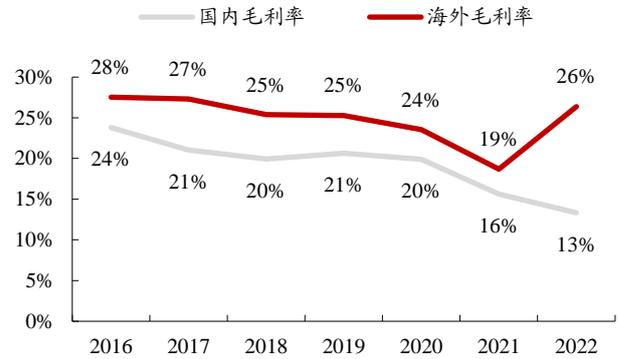
“电动化+国际化”成为新增长点，行业均价及利润率中枢上移。叉车出口产品对标海外竞争对手，以高端型、电动化产品为主，海外锂电替代铅酸优势明显，有望带动叉车企业利润率中枢上移。

图88: 2022 年安徽合力外销毛利率高于内销毛利率 4pct



数据来源: 公司官网, Wind, 东吴证券研究所

图89: 2022 年杭叉集团外销毛利率高于内销毛利率 13pct



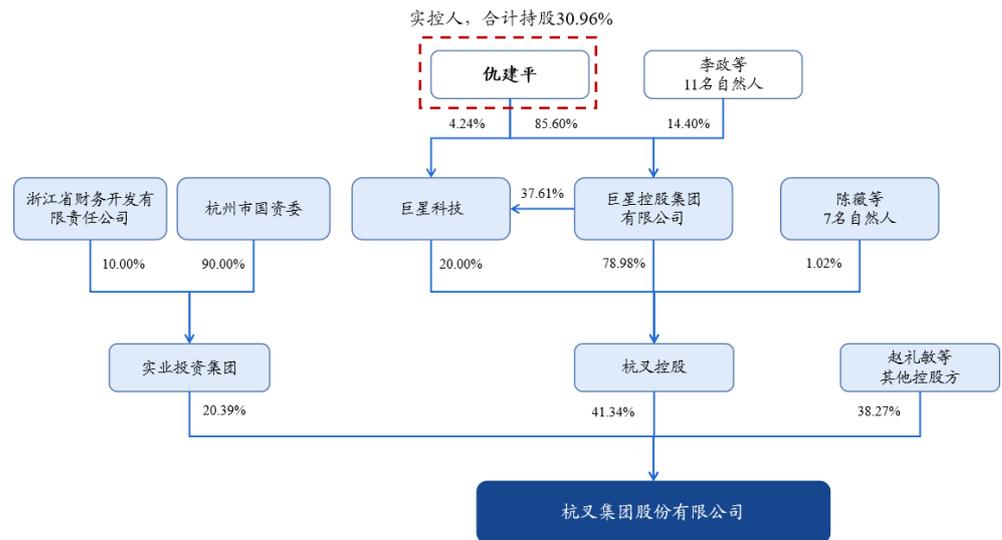
数据来源: 公司官网, Wind, 东吴证券研究所

### 3.4. 叉车受益标的

#### 3.4.1. 杭叉集团: 民营叉车龙头, 受益下游景气复苏+行业锂电化

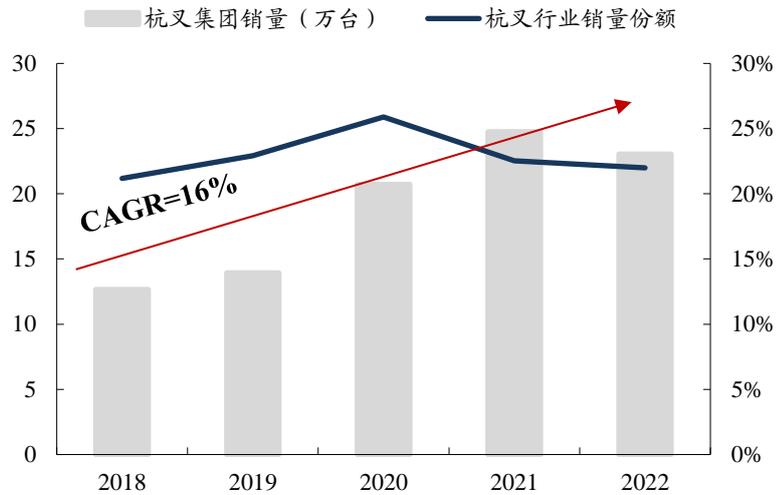
国产第二大叉车企业, 竞争实力全球领先。杭叉集团为中国最大的叉车企业之一, 有近 50 年的叉车研发制造经验。公司以“做世界最强叉车企业”为愿景, 产品覆盖 1-48 吨内燃叉车、0.75-48 吨电动叉车、高空作业车辆、AGV 智能工业车辆等, 同时提供智能物流整体解决方案, 以及产品配件销售、修理、租赁、再制造等后市场业务。据美国权威《现代物料搬运杂志》, 2021 年公司叉车销售额全球第八。

图90: 杭叉集团实控人仇建平持股 31% (截至 2023/3/31)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

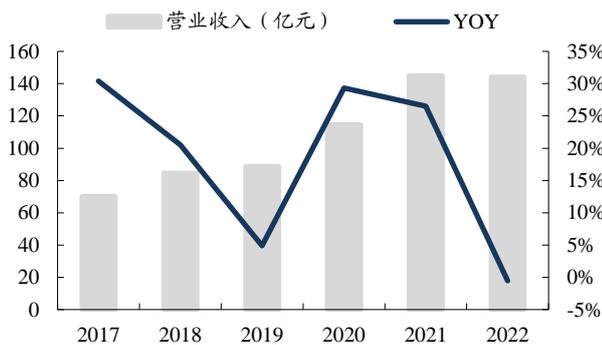
图91: 2018-2022 年杭叉集团销量复合增速达 16%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

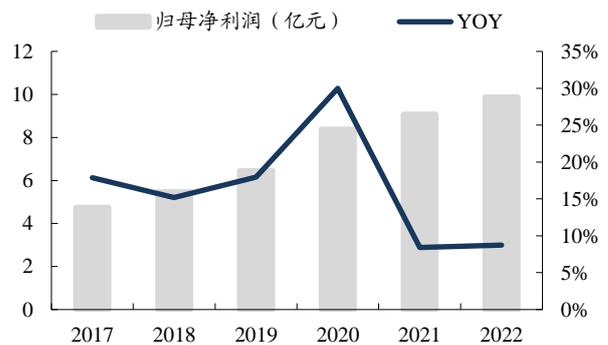
锂电化、全球化成效显著，利润增速显著强于营收。2022 年公司实现营收 144 亿元，同比下滑 0.5%，归母净利润 9.9 亿元，同比增长 9%。2022 年我国叉车行业销量 105 万台，同比下滑 5%，公司营收相对行业具备明显阿尔法。

图92: 2017-2022 年杭叉集团营收复合增速 16%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图93: 2017-2022 年杭叉集团归母净利润复合增速 16%

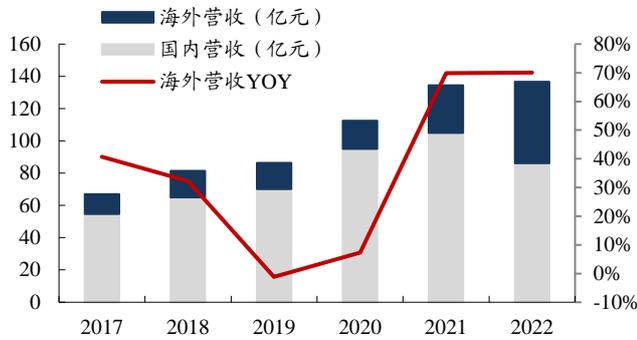


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

公司盈利水平将延续提升趋势: 1) 2022 年 Q3 以来钢材价格持续下行, 公司 2022 年 Q4 毛利率已回升至 23%, 环比提升 7pct。此外, 碳酸锂价格下降有望传导至下游, 逐步降低电池采购成本。2) 锂电叉车占比提升, 带动价格中枢上移。3) 海外渠道建设取得成效, 规模效应释放, 且海外市场价格竞争不如国内激烈, 外资品牌价格为国产品

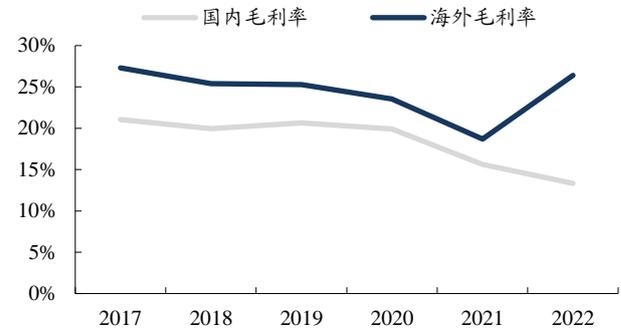
牌 30%以上。2022 年公司国内毛利率 13%，海外毛利率达 26%，未来海外收入占比提升将带动利润率中枢上移。

图94: 2020 年出口增速迎来拐点, 2021 年同比增速 70%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图95: 2017-2022 年公司海外盈利能力更高

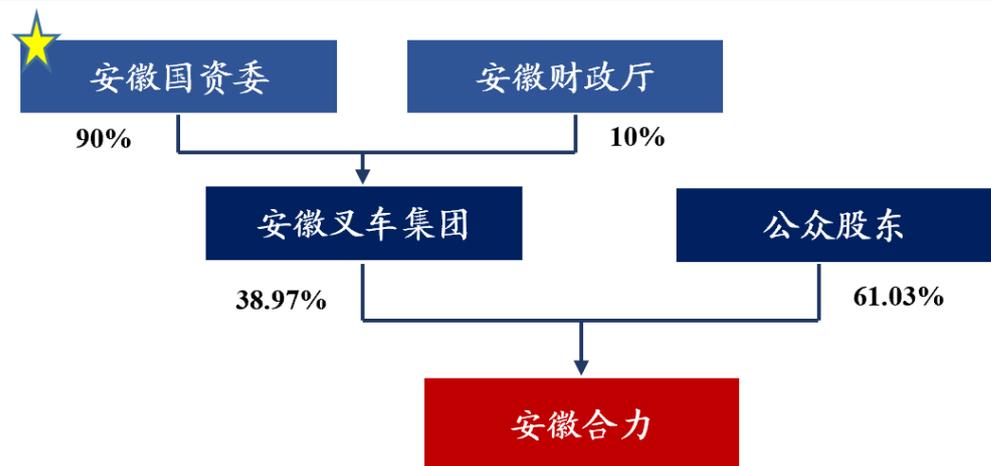


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 3.4.2. 安徽合力: 国有叉车龙头, 关注国企改革下盈利提升+估值修复

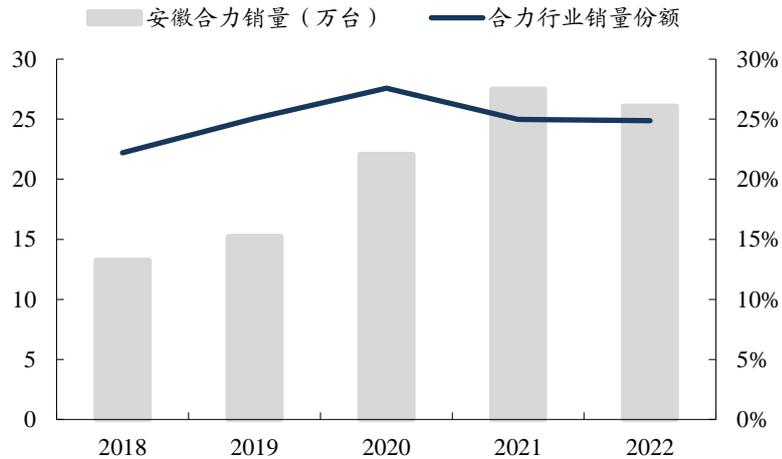
安徽合力是国内叉车龙头, 公司成立于 1958 年, 实控人为安徽国资委, 主营叉车及其关键零部件, 并战略布局智慧物流 (AGV)、智能服务与工业物联网。2018-2022 年合力国内市场地位稳中有升, 销量份额自 22%提升至 25%, 全球地位维持稳定, 稳居全球工业车辆制造商排行榜第七位。

图96: 公司实控人为安徽国资委, 持股比例 35% (截至 2023/3/31)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

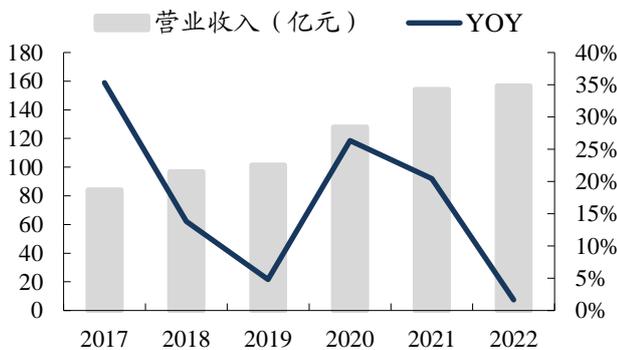
图97: 2018-2022年安徽合力国内销量份额从22%提升至25%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

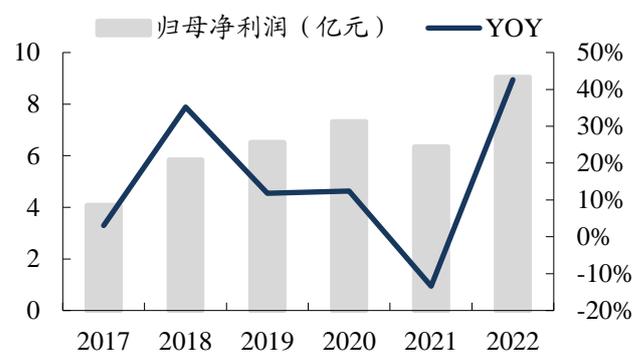
随国内叉车行业发展稳健增长, 成长性较好。2022年公司实现营收157亿元, 同比增长2%, 归母净利润9亿元, 同比增长43%。2017-2022年公司营收复合增速13%, 归母净利润复合增速17%, 成长性较好。

图98: 2017-2022年安徽合力营收复合增速13%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

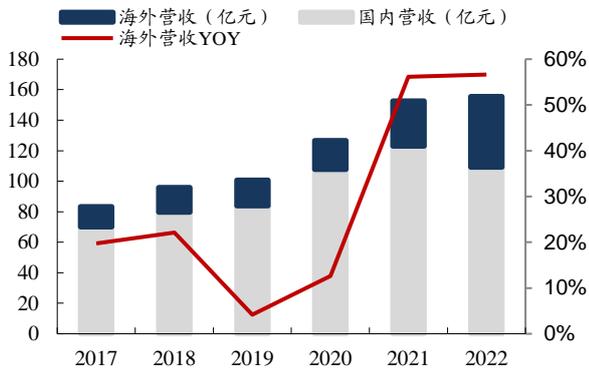
图99: 2017-2022年安徽合力归母净利润复合增速17%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

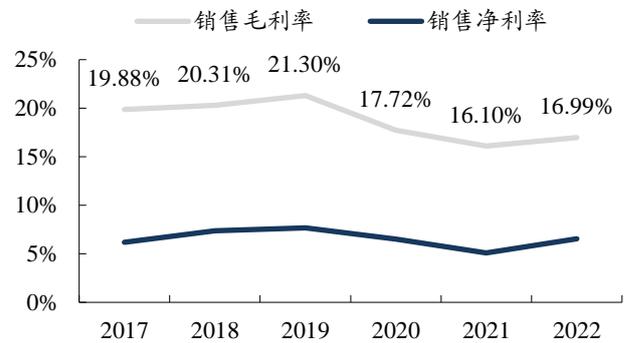
“锂电化+全球化”有望成为新增长点。国产叉车布局锂电产品具备产业链优势, 行业锂电化助力公司海外弯道超车, 加上公司海外渠道建设逐步完善, 2020年公司海外收入增速迎拐点。2022年公司实现海外营收47亿元, 同比增长57%。

图100: 2022年安徽合力出口收入同比增长57%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图101: 2017-2022年安徽合力盈利能力稳中有升

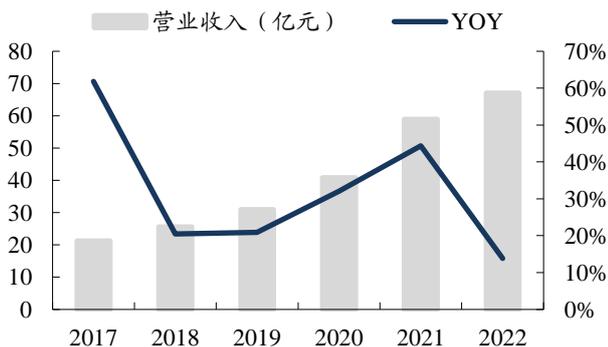


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 3.4.3. 诺力股份: 仓储叉车龙头, 智慧物流在手订单饱满, 大车战略打开成长空间

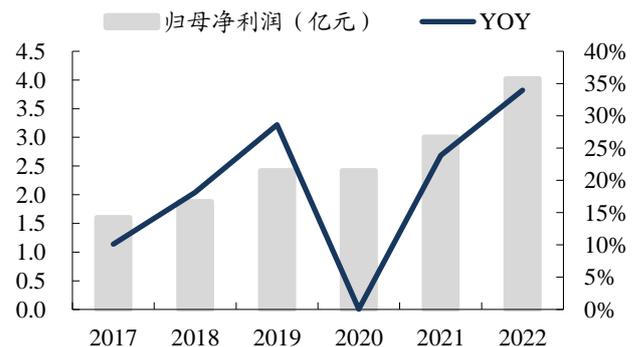
诺力股份主营仓储叉车和智慧物流集成, 2022年两块业务分别约占营收50%。受益于国内三类车需求旺盛、全资并购的两大智慧物流子公司中鼎集成、法国 SAVOYE 整合顺利, 2017-2022年公司业绩稳健增长, 营收/归母净利润年复合增速分别为26%/20%。智慧物流集成下游应用广泛、契合客户需求、助力客户降本增效, 收入增速更为亮眼, 2017-2022年智能物流系统收入CAGR达48%, 高于公司整体收入增速。

图102: 2017-2022年诺力股份营收复合增速达26%



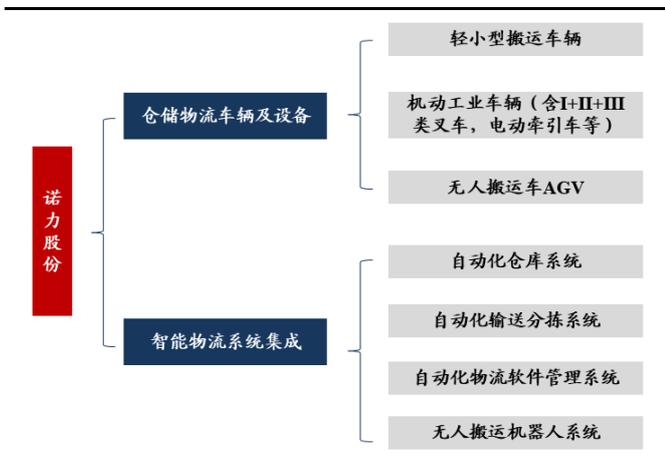
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图103: 2017-2022年诺力股份归母净利润复合增速达20%



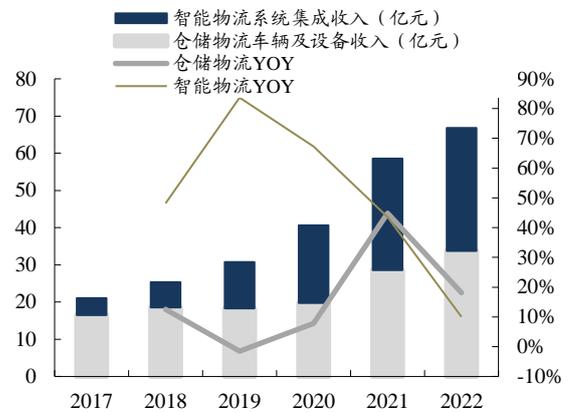
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图104: 诺力股份主营业务示意图



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

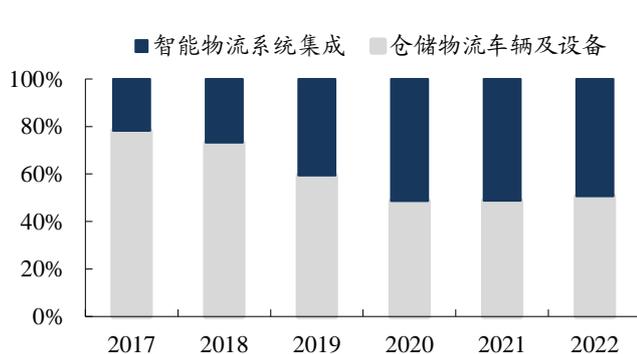
图105: 2017-2022年诺力股份仓储物流车辆、智能物流系统收入 CAGR 为 15%/48%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

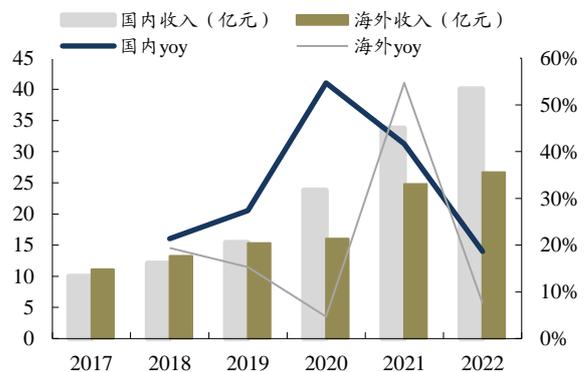
**展望未来, 公司中长期成长可期:** (1) 智慧物流系统业务持续发力, 截至 2022 年 12 月 31 日, 公司智慧物流系统业务在手订单 65 亿 (不含税), 2022 年度公司智慧物流系统业务新签订单 45 亿 (不含税), 为公司业绩提供支撑。(2) 海外市场是公司未来核心增长点: 我们测算 2022 年全球叉车市场规模约 1500 亿元, 其中海外市场约 1100 亿元, 海外市场空间广阔。公司小型叉车在全球具备品牌优势, 公司已建立完善的海外渠道, 电动化+国际化趋势下海外增长有望加速。

图106: 2020年开始智能物流系统集成业务占据公司收入半壁江山



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图107: 2017-2022年国内/海外收入 CAGR 为 32%/19%

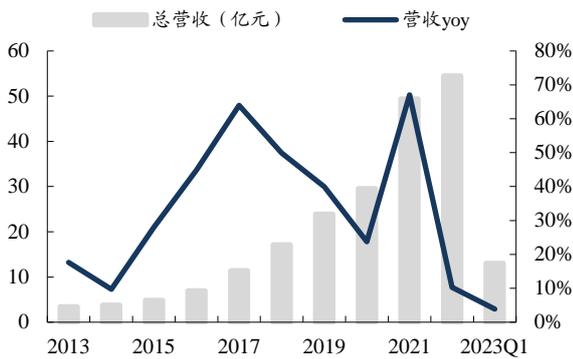


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 3.5. 浙江鼎力: 国内高空作业平台龙头, 受益海外市场拓展

浙江鼎力全球高空作业平台制造商前三，中报业绩超预期，电动化、国际化持续巩固行业龙头地位。公司发布半年报业绩预告，预计 2023 年半年度归母净利润为 8 亿元到 9.2 亿元，同比增加 40%到 60%。扣非归母净利润为 7.8 亿元到 9 亿元，同比增加 41%到 61%。公司围绕行业“电动化、智能化、绿色化”发展方向，充分利用已有研发优势，大力推动新产品，优化产品结构。同时，公司灵活推动全球市场发展，积极拓展销售渠道。

图108: 2013-2022 年浙江鼎力营收 CAGR 36%



数据来源: 浙江鼎力官网, Wind, 东吴证券研究所

图109: 2013-2022 年浙江鼎力归母净利润 CAGR 35%



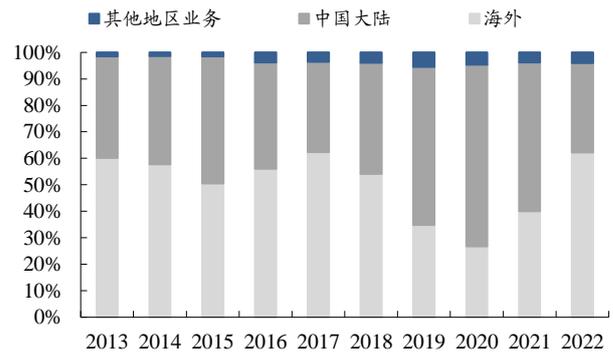
数据来源: 浙江鼎力官网, Wind, 东吴证券研究所

图110: 2013-2022 年主营业务产品收入占比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图111: 2013-2022 年浙江鼎力海内外收入占比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

受益海外高空作业平台高景气、公司产品结构优化，业绩有望维持较高增长。2023 年北美等海外高机市场维持高景气，浙江鼎力为北美市场最具竞争力的国产品牌之一，在公司加速拓展海外渠道的情况下，有望依托产能优势实现高速拓展。2022 年国内高机

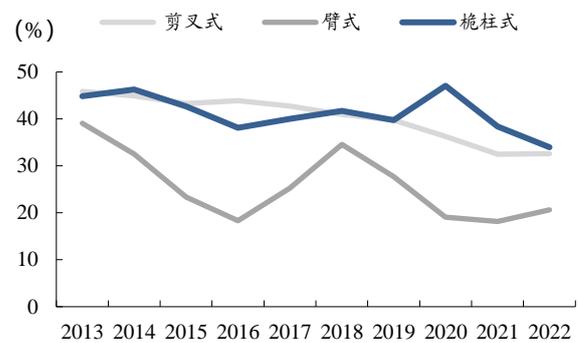
市场受疫情影响下滑，2022年公司国内高机业务下滑34%，疫情后国内市场有望恢复增长，公司国内市场地位稳固，有望受益国内景气度回暖。此外，随着公司中高端臂式产品放量，规模效应下利润率中枢有望逐步上移。

图112: 浙江鼎力全球布局



数据来源：浙江鼎力官网，Wind，东吴证券研究所

图113: 2013-2022年浙江鼎力分产品毛利率



数据来源：浙江鼎力官网，Wind，东吴证券研究所

#### 4. 风险提示

(1) 国际贸易风险：国际贸易存在诸多不稳定因素，区域政治环境、经济发展状况、行业政策、汇率政策、海运情况等具有较大的不确定性。若行业内公司产品遭遇到贸易壁垒或汇率较大波动以及海运情况紧张等情况，则会对出口产生不利影响；

(2) 海外需求不及预期风险：若海外经济复苏及房地产反弹情况不及预期，则会影响出口企业订单和盈利；

(3) 原材料价格波动风险：制造业产品的主要原材料为钢材，若未来原材料成本大幅上涨，导致产品成本上升，将对行业内公司盈利能力产生不利影响。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
 苏州工业园区星阳街 5 号  
 邮政编码: 215021  
 传真: (0512) 62938527  
 公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>